



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

Recueil Mid & Small Caps Portzamparc

Juin 2022

VOS INTERLOCUTEURS

ANALYSE FINANCIÈRE



Maxence DHOURY, CFA
Co-Responsable

ESN, Technologie
maxence.dhoury@bnpparibas.com



Nicolas ROYOT, CFA
Co-Responsable

Energie/ Environnement, Logiciels
nicolas.royot@bnpparibas.com



Arnaud DESPRE

Loisirs, Immobilier
arnaud.despre@bnpparibas.com



Jérémy SALLEE, CFA

Industrie, Media
jeremy.sallee@bnpparibas.com



Yann DE PEYRELONGUE

Industrie, Services aux entreprises
yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com



Gaétan CALABRO

Santé, Chimie verte
gaetan.calabro@bnpparibas.com



Nicolas MONTEL

Agroalimentaire,
Energie / Environnement
nicolas.monTEL@bnpparibas.com



Augustin SOCIE

Marketing/media, Technologie
augustin.socie@bnpparibas.com



Mohamed KAABOUNI

Biotech, Medtech
mohamed.kaabouni@bnpparibas.com



Clément BASSAT, CFA

Biotech, Medtech
clement.bassat@bnpparibas.com

Stéphanie MANTEIGAS Corporate Access

02 40 44 94 47

stephanie.manteigas@bnpparibas.com

Amandine PRIGENT Édition

02 40 44 94 46

amandine.prigent@bnpparibas.com

Manon BERNARD Édition

02 40 44 94 09

manon.bernard@bnpparibas.com

François BREDOUX Responsable Vente Institutionnelle

02 40 44 95 21

francois.bredoux@bnpparibas.com

Valeurs suivies par recommandation

Cours au 14/06/2022

ACHETER (1)	Cours		Cours
2CRSI	4,00	KALRAY	18,36
ABIVAX	11,66	KAUFMAN & BROAD	25,50
ADUX	1,96	KORIAN	14,20
AFYREN	6,76	LACROIX	32,80
AKWEL	16,10	LARGO	7,44
ATEME	13,58	LDC	88,80
AURES TECHNO	17,15	LINEDATA	43,00
BASSAC	60,00	LISI	18,02
BASTIDE	34,05	LNA SANTE	36,00
BIOCORP	27,80	LUMIBIRD	18,24
BONDUELLE	16,20	MAAT PHARMA	11,60
BENETEAU	10,72	MANITOU	19,84
CARMAT	10,39	MCPHY	12,97
CATERING INTL SERVICES	9,48	METABOLIC EXPLORER	4,20
CBO TERRITORIA	3,62	METHANOR	4,04
CERINNOV	1,13	MGI DIGITAL	32,65
CHARGEURS	16,46	MITHRA	7,00
CLARANOVA	2,88	NANOBIOTIX	3,64
COIL	7,70	NRJ GROUP	6,10
COMPAGNIE DES ALPES	14,84	NSE	21,50
DBV TECHNOLOGIES	4,01	ONCODESIGN	8,20
DERICHEBOURG	6,35	OSE IMMUNO	6,00
DONTNOD	10,45	PHARMING GROUP	0,77
ECOMIAM	8,34	PHERECYDES PHARMA	4,45
ECOSLOPS	9,00	PIERRE & VACANCES	6,17
EKINOPS	5,85	PRODWAYS	2,88
ENERTIME	1,86	QUADIENT	18,13
ENTECH	7,49	QUANTUM GENOMICS	1,56
EQUASENS	73,30	REWORLD MEDIA	5,64
ERAMET	108,90	RUBIS	24,25
FONTAINE PAJOT	101,20	REALITES	38,30
GENFIT	3,25	SEB	89,60
GROUPE GORGE SA	17,68	SII	39,40
GUERBET	22,35	SPIE	20,58
HAFFNER ENERGY	7,77	SQLI	30,20
HAULOTTE	3,93	SECHE ENVIRONNEMENT	69,50
HERIGE	43,10	TELEPERFORMANCE	279,30
HEXAOM	26,70	THERADIAG	1,64
HIGHCO	5,00	TRIGANO	105,00
HOFFMANN GREEN	15,50	VALBIOTIS	6,34
HRS	19,21	VALNEVA	8,01
ID LOGISTICS	235,50	VERIMATRIX	0,70
INNATE PHARMA	2,51	VETOQUINOL	110,20
RENFORCER (2)	Cours		Cours
ACTIA GROUP	3,65	POUJOLAT	76,00
ALTEN	105,00	ROCHE BOBOIS	30,80
CLASQUIN	60,00	SES IMAGOTAG	74,00
DELTA PLUS GROUP	71,70	THERMADOR GROUPE	88,60
ESKER	112,10	TIPIAK	66,00
FOCUS	39,10	WAGA ENERGY	31,40
MERSEN	30,75	WAVESTONE	42,50
NEXTSTAGE	88,50		

CONSERVER (3)		Cours		Cours	
AAA	11,25	GROUPE GUILLIN		20,55	
ALBIOMA	49,46	GTT		118,30	
ALCHIMIE	4,10	INFOTEL		50,60	
BALYO	0,84	ITESOFT		4,00	
CEGEDIM	23,10	MAUREL & PROM		5,15	
CGG	1,03	NEOEN		35,50	
CS GROUP	7,30	ORPEA		20,75	
DAMARTEX	14,80	PLASTIVALOIRE		4,89	
EXEL INDUSTRIES	46,50	SPINEWAY		0,00	
FLEURY MICHON	24,00	VOLTALIA		19,28	
GL EVENTS	16,38				
SUSPENDUE		Cours		Cours	
BOOSTHEAT	0,15	THERANEXUS		1,75	
SOLUTIONS 30	3,66				

(*) sur cours actuel

Sommaire

2CRSI	14
<i>Retour à meilleure fortune</i>	14
Acheter (1), Obj:6.90,€,MDH.....	14
AAA.....	18
<i>Une histoire AAA qui ne fait que commencer</i>	18
Conserver (3), Obj:10.70,€,MDH	18
ABIVAX.....	22
<i>Un deal qui se fait attendre</i>	22
Acheter (1), Obj:36.50,€,MKA	22
ACTIA GROUP	26
<i>Des cessions au profit du désendettement</i>	26
Renforcer (2), Obj. 4.52€, JSA.....	26
ADUX	30
<i>Retrouve des couleurs</i>	30
Acheter (1), Obj:2.90,€,ASO	30
AFYREN.....	34
<i>(I Can Get Now) Substitution</i>	34
Acheter (1), Obj.. 11.70€, GCA	34
AKWEL	38
<i>Des résultats toujours solides dans un environnement difficile</i>	38
Acheter (1), Obj:26.10,€,JSA	38
ALBIOMA.....	42
<i>Une offre de KKR</i>	42
Conserver (3), Obj:50.00,€,NRO	42
ALCHIMIE.....	46
<i>La réorganisation suit son cours</i>	46
Conserver (3), Obj:3.20,€,JSA	46
ALTEN	50
<i>Un titre de qualité dont la valorisation s'est détendue</i>	50
Renforcer (2), Obj:131.50,€,JSA.....	50
ATEME	54
<i>2022, l'année des synergies</i>	54
Acheter (1), Obj:19.30,€,ASO	54
AURES TECHNO	58
<i>Dans le creux de la vague</i>	58
Acheter (1), Obj. 27.55€, JSA	58
BALYO	62
<i>Retrouver le chemin de la forte croissance</i>	62
Conserver (3), Obj:0.92,€,YPE	62
BASSAC	66
<i>Belle croissance embarquée !</i>	66
Acheter (1), Obj. 85.00€, ADE	66

BASTIDE	70
<i>L'international pour réduire le risque réglementaire</i>	70
Acheter (1), Obj:51.70,€,GAC	70
BENETEAU	74
<i>Rythme de production élevé mais chaînes perturbées !</i>	74
Acheter (1), Obj. 18.20€, ADE	74
BIOCORP	78
<i>Get in the loop</i>	78
Acheter (1), Obj:43.80,€,CBA	78
BONDUELLE	82
<i>Le leader des légumes</i>	82
Acheter (1), Obj:27.00,€,NMO	82
BOOSTHEAT	86
<i>En recherche de partenariat</i>	86
Suspendue, NMO	86
CARMAT	90
<i>Le cœur a ses raisons</i>	90
Acheter (1), Obj:31.70,€,MKA	90
CATERING INTL SERVICES	94
<i>De la croissance mais des risques sur les marges</i>	94
Acheter (1), Obj:12.40,€,NRO	94
CBO TERRITORIA	98
<i>La mutation se poursuit, décote significative</i>	98
Acheter (1), Obj:4.60,€,ADE	98
CEGEDIM	102
<i>De la valeur cachée mais une visibilité réduite</i>	102
Conserver (3), Obj:28.00,€,GCA	102
CERINNOV	106
<i>Remonte progressivement la pente</i>	106
Acheter (3), Obj:1.80,€,MDH	106
CGG	110
<i>Conjoncture plus favorable</i>	110
Conserver (3), Obj:0.85,€,NRO	110
CHARGEURS	114
<i>Tous les voyants sont au vert</i>	114
Acheter (1), Obj:31.50,€,JSA	114
CLARANOVA	118
<i>PlanetArt doit rassurer</i>	118
Acheter (1), Obj:7.50,€,NRO	118
CLASQUIN	122
<i>Davantage de vents contraires</i>	122
Renforcer (2), Obj:75.00,€,YPE	122
COIL	126
<i>Net rebond des résultats</i>	126
Acheter (1), Obj. 9.90€, JSA	126

COMPAGNIE DES ALPES.....	130
<i>Revoit sa guidance après un excellent S1.....</i>	130
Acheter (1), Obj. 19.50€, ADE	130
CS GROUP	134
<i>Les cartes en main pour poursuivre la croissance.....</i>	134
Conserver (3), Obj. 7.30€, MDH	134
DAMARTEX.....	138
<i>L'inflation grippe les ventes.....</i>	138
Conserver (3), Obj. 15.50€, GCA.....	138
DBV TECHNOLOGIES.....	142
<i>De retour en phase 3</i>	142
Acheter (1), Obj. 4.80€, CBA	142
DELTA PLUS GROUP	146
<i>Acteur de la consolidation</i>	146
Renforcer (2),Obj:87.00,€,YPE	146
DERICHEBOURG	150
<i>Portées par les cours des métaux.....</i>	150
Acheter (1), Obj. 13.80€, NMO	150
DONTNOD	154
<i>Dernière année de transition vers le nouveau cycle.....</i>	154
Acheter (1), Obj. 16.10€, MDH.....	154
ECOMIAM.....	158
<i>Un réseau en cours de développement</i>	158
Acheter (1), Obj. 16.00€, NMO	158
ECOSLOPS	162
<i>Perspectives prometteuses pour le Scarabox.....</i>	162
Acheter (1), Obj. 13.80€, NMO	162
EKINOPS	166
<i>Imperturbable</i>	166
Acheter (1), Obj. 8.50€, ASO	166
ENERTIME.....	170
<i>L'horizon se dégage</i>	170
Acheter (1),Obj:3.10,€,NRO.....	170
ENTECH	174
<i>Sans maîtrise, la puissance n'est rien.....</i>	174
Acheter (1), Obj. 9.90€, NRO.....	174
EQUASENS	178
<i>Au cœur d'un système de santé en mutation.....</i>	178
Acheter (1),Obj:104.00,€,GAC	178
ERAMET	182
<i>Développement dans les métaux de la transition énergétique</i>	182
Acheter (1), Obj. 210.00€, NMO	182
ESKER	186
<i>Les qualités sont toujours là</i>	186
Renforcer (2),Obj:190.00,€,NRO.....	186

EXEL INDUSTRIES.....	190
<i>La guerre Russie-Ukraine pèse.....</i>	190
Conserver (3), Obj. 59.00€, MDH.....	190
FLEURY MICHON	194
<i>Le leader de la charcuterie</i>	194
Conserver (3), Obj. 24.15€, NMO	194
FOCUS.....	198
<i>Un jeu plus équilibré.....</i>	198
Renforcer (2), Obj. 45.30€, MDH	198
FONTAINE PAJOT.....	202
<i>Toujours de la visibilité !.....</i>	202
Acheter (1),Obj:162.00,€,ADE	202
GENFIT	206
<i>Un deal qui donne l'impulsion à une nouvelle histoire</i>	206
Acheter (1),Obj:9.30,€,MKA	206
GL EVENTS.....	210
<i>L'incertitude reste présente.....</i>	210
Conserver (3),Obj:15.00,€,YPE	210
GROUPE GORGE SA.....	214
<i>Sur le point de changer de dimension.....</i>	214
Acheter (1),Obj:26.60,€,ASO	214
GROUPE GUILLIN	218
<i>Du plastique bien valorisé.....</i>	218
Conserver (3),Obj:22.70,€,YPE	218
GTT.....	222
<i>Le GNL au centre des convoitises.....</i>	222
Conserver (3),Obj:123.00,€,NRO.....	222
GUERBET	226
<i>Gadopiclenol, soleil dans le brouillard.....</i>	226
Acheter (1),Obj:30.50,€,GCA	226
HAFFNER ENERGY	230
<i>Prêt à mettre les gaz</i>	230
Acheter (1),Obj:9.20,€,ASO	230
HAULOTTE.....	234
<i>Incertitude sur la marge</i>	234
Acheter (1),Obj:5.90,€,YPE.....	234
HERIGE	238
<i>Figier la marge brute.....</i>	238
Acheter (1),Obj:61.00,€,ADE	238
HEXAOM	242
<i>Allongement des délais.....</i>	242
Acheter (1),Obj:61.00,€,ADE	242
HIGHCO.....	246
<i>Des résultats, des investissements et du rendement.....</i>	246
Acheter (1),Obj:7.00,€,MDH.....	246

HOFFMANN GREEN	250
<i>Harder, Better, Faster, Greener!</i>	250
Acheter (1), Obj:25.00,€,ADE	250
HRS.....	254
<i>Toujours sur la bonne voie</i>	254
Acheter (1), Obj:32.00,€,NRO	254
ID LOGISTICS.....	258
<i>Digérer avant de se resservir</i>	258
Acheter (1), Obj:400.00,€,YPE	258
INFOTEL	262
<i>Ne compte pas ralentir</i>	262
Conserver (3), Obj:55.20,€,MDH	262
INNATE PHARMA.....	266
<i>Un potentiel qui peine à se concrétiser</i>	266
Acheter (1), Obj:7.30,€,MK	266
INVENTIVA.....	270
<i>La phase III se poursuit et le potentiel reste intact</i>	270
Acheter (1), Obj:23.40,€,MK	270
IPSOS.....	274
<i>Sort renforcé de la crise</i>	274
Acheter (1), Obj:64.00,€,ASO	274
ITESOFT	278
<i>OPA en cours</i>	278
Conserver (3), Obj:4.00,€,MDH	278
JACQUET METALS	282
<i>Forte croissance attendue en 2022</i>	282
Acheter (2), Obj:34.00,€,YNMO	282
KALRAY	286
<i>A deux pour attaquer un nouveau chapitre</i>	286
Acheter (1), Obj:35.10,€,MDH.....	286
KAUFMAN & BROAD.....	290
<i>Relance progressive, A7/A8 pour 2023</i>	290
Acheter (1), Obj:40.00,€,ADE	290
KORIAN	294
<i>L'environnement médiatique pèse sur le titre</i>	294
Acheter (1), Obj:26.00,€,GCA	294
LACROIX	298
<i>Maintien le cap malgré l'environnement difficile</i>	298
Acheter (1), Obj:51.10,€,JSA	298
LARGO.....	302
<i>Accélération de la croissance</i>	302
Acheter (1), Obj:14.70,€,YPE.....	302
LDC	306
<i>Chicken Run !</i>	306
Acheter (1), Obj:149.00,€,NMO	306

LINEDATA.....	310
<i>Une année de migration.....</i>	310
Acheter (1),Obj:49.50,€,NRO	310
 LISI	314
<i>La reprise se précise.....</i>	314
Acheter (1),Obj:34.23,€,JSA	314
 LNA SANTE.....	318
<i>Entend marquer sa différence.....</i>	318
Acheter (1),Obj:50.00,€,GCA	318
 LUMIBIRD.....	322
<i>EBE > 20% dès 2021.....</i>	322
Acheter (1),Obj:24.00,€,JSA	322
 MAAT PHARMA.....	326
<i>Un potentiel qui se confirme.....</i>	326
Acheter (1),Obj:19.60,€,MK	326
 MANITOU	330
<i>Valorisé en bas de cycle.....</i>	330
Acheter (1),Obj:30.00,€,YPE	330
 MAUREL & PROM.....	334
<i>Un play Brent</i>	334
Conserver (3),Obj:5.05,€,NMO	334
 MCPHY	338
<i>Des promesses de croissance à concrétiser</i>	338
Acheter (1),Obj:20.40,€,NRO	338
 MERSEN.....	342
<i>Fortes ambitions 2025.....</i>	342
Renforcer (2),Obj:36.00,€,YPE	342
 METABOLIC EXPLORER	346
<i>Changement de dimension !.....</i>	346
Acheter (1),Obj:10.50,€,GCA	346
 METHANOR.....	350
<i>Un support tourné "vert" le rendement.....</i>	350
Acheter (1),Obj:5.55,€,NRO	350
 MGI DIGITAL	354
<i>Retour de la croissance.....</i>	354
Acheter (1),Obj:54.00,€,YPE.....	354
 MITHRA.....	358
<i>Estelle démarre lentement</i>	358
Acheter (1),Obj:20.70,€,CBA	358
 NANOBIOTIX.....	362
<i>L'étude de Phase 3 débute son recrutement mondial.....</i>	362
Acheter (1),Obj:12.10,€,CBA	362

NEOEN	366
<i>Un contexte plus que jamais porteur</i>	366
Conserver (3),Obj:37.80,€,NRO	366
NEXTSTAGE.....	370
<i>Accompagner les ETM de croissance dans la durée</i>	370
Renforcer (2),Obj:98.30,€,MDH	370
NRJ GROUP	373
<i>Une valeur et de la valeur oubliée.....</i>	373
Acheter (1),Obj:10.60,€,JS	373
NSE.....	377
<i>Préserve un haut niveau de rentabilité</i>	377
Acheter (2),Obj:24.00,€,JSA	377
ONCODESIGN	381
<i>La Biotech en Bonus.....</i>	381
Acheter (1),Obj:16.20,€,CBA	381
ORPEA.....	385
<i>Toujours dans la tourmente.....</i>	385
Conserver (3),Obj:36.40,€,GCA	385
PHARMING GROUP.....	389
<i>À la conquête de nouveaux relais de croissance.....</i>	389
Acheter (1),Obj:1.70,€,MKA	389
PHERECYDES PHARMA	393
<i>Une société à fort potentiel qui se structure.....</i>	393
Acheter (1),Obj:10.00,€,MKA	393
PIERRE & VACANCES	397
<i>Montée en gamme et restructuration</i>	397
Acheter (2),Obj:2.40,€,ADE	397
PLASTIVALOIRE.....	401
<i>Focus sur le désendettement.....</i>	401
Conserver (3),Obj:5.30,€,JSA	401
POUJOLAT	405
<i>Les deux marchés adressent des dynamiques favorables.....</i>	405
Renforcer (2),Obj:91.60,€,NRO	405
PRODWAYS	409
<i>Redressé et prêt à reprendre sa stratégie d'acquisition</i>	409
Acheter (1),Obj:3.20,€,ASO	409
QUADIENT.....	413
<i>Saisir la balle au bond</i>	413
Acheter (1),Obj:34.00,€,YPE.....	413
QUANTUM GENOMICS.....	417
<i>La perspective d'un deal global USA/UE s'amenuise.....</i>	417
Acheter (1),Obj:9.00,€,MK	417
REALITES.....	421
<i>Ma petite entreprise.....</i>	421
Acheter (1),Obj:49.50,€,ADE	421

REWORLD MEDIA.....	425
<i>Résilience des résultats et valorisation attractive.....</i>	425
Acheter (1),Obj:10.30,€,JSA	425
ROCHE BOBOIS.....	429
<i>Sans surprise, c'est très bon !.....</i>	429
Renforcer (2),Obj:36.00,€,ADE	429
RUBIS.....	433
<i>Une stratégie plus verte.....</i>	433
Acheter (1),Obj:40.40,€,NRO	433
SEB.....	437
<i>Surveiller de près l'inflation !</i>	437
Acheter (1),Obj:162.00,€,ADE	437
SECHE ENVIRONNEMENT.....	441
<i>Croissance organique et croissance externe.....</i>	441
Acheter (1),Obj:92.08,€,NRO	441
SES IMAGOTAG.....	445
<i>L'étiquette digitale sur le bon rail</i>	445
Renforcer (2),Obj:98.00,€,GAC	445
SII.....	449
<i>Un peu de prudence mais beaucoup de confiance.....</i>	449
Acheter (1),Obj:54.20,€,MDH.....	449
SPIE.....	453
<i>Amélioration en courant continu</i>	453
Acheter (1),Obj:28.50,€,YPE.....	453
SPINEWAY.....	457
<i>Doucement mais sûrement</i>	457
Conserver (3),Obj:0.01,€,MKA	457
SQI.....	461
<i>Un nouveau chapitre.....</i>	461
Acheter (1),Obj:35.30,€,MDH.....	461
TELEPERFORMANCE	465
<i>La croissance rentable.....</i>	465
Acheter (1),Obj:430.00,€,YPE.....	465
THERADIAG	469
<i>Cible ou filiale de Biosynex ?.....</i>	469
Acheter (1),Obj:2.40,€,CBA	469
THERANEXUS	473
<i>Reculer pour mieux sauter ?</i>	473
Suspendue Vs Acheter (1),MKA	473
THERMADOR GROUPE	477
<i>L'euphorie se poursuit début 2022.....</i>	477
Renforcer (2),Obj:105.00,€,ADE	477
TIPIAK.....	481
<i>Une valeur défensive aux dividendes réguliers.....</i>	481
Renforcer (2),Obj:73.00,€,NMO	481

TRIGANO	485
<i>Court... devant l'inflation !</i>	485
Acheter (1),Obj:206.00,€,ADE	485
VALBIOTIS	489
<i>News flow a flux tendu</i>	489
Acheter (1),Obj:16.10,€,MKA	489
VALNEVA	493
<i>Tourner la page du Covid-19 ?</i>	493
Acheter (1),Obj:11.40,€,YPE	493
VERIMATRIX	497
<i>En route pour le SaaS</i>	497
Acheter (1),Obj:1.80,€,YPE	497
VETOQUINOL	501
<i>Toujours Essentiels !</i>	501
Acheter (1),Obj:152.00,€,GCA	501
VILMORIN	505
<i>Un leader mondial des semences</i>	505
Acheter (1),Obj:71.40,€,NMO	505
VIRBAC	509
<i>La géo-extension en ligne de mire</i>	509
Acheter (1),Obj:421.20,€,GCA	509
VOLTALIA	513
<i>L'EBITDA devrait doubler d'ici 2023</i>	513
Conserver (3),Obj:22.10,€,NRO	513
WAGA ENERGY	517
<i>Un acteur dans l'air du temps</i>	517
Renforcer (2),Obj:37.60,€,NRO	517
WAVESTONE	521
<i>Marge normative atteinte, priorité à la croissance</i>	521
Renforcer (2),Obj:57.70,€,MDH	521



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

2CRSI

Technologie



Cours : 4,00€

14 Juin 2022

Objectif : 6,90€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0013341781 / 2CRSI
Reuters / Bloomberg	2CRSI.PA / 2CRSI:FP
Indice	CAC Small
Contrat de prestation analyse	
Eligibilité PEA-PME	Oui
Capitalisation (M€)	57,5
Flottant (%)	40,1%
Nbre de Titres (Mio)	14,386
Date de clôture	28-Fév

Actionnariat	
Alain Wilmouth	53,9%
Michel Wilmouth	6,0%
Flottant	40,1%

	20	21e	22e
PER	ns	ns	19,8
PCF	10,3	11,8	6,5
VE/CA	0,5	0,6	0,5
VE/ROP	ns	28,3	14,2
PAN	1,6	1,8	1,6
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-15,0%	-31,8%	-1,2%
ROACE	0,7%	4,4%	5,7%

	163,3	182,0	204,7
CA	163,3	182,0	204,8
CA précédent	163,3	184,2	204,8
var. n/n-1	112,2%	11,4%	12,5%
EBE	7,4	10,4	15,1
ROC	0,8	3,8	7,7
% CA	0,5%	2,1%	3,8%
ROP	0,6	3,8	7,7
% CA	0,3%	2,1%	3,8%
RN Pdg publié	-4,2	-0,7	3,6
% CA	-2,6%	-0,4%	1,8%

	-0,23	-0,04	0,20
BNPA	-0,23	-0,04	0,20
BNPA précédent	-0,23	-0,03	0,21
var. n/n-1	ns	ns	ns
BNPA Cor	-0,23	-0,04	0,20
ANPA	2,3	2,2	2,4
Dividende net	0,00	0,00	0,00
DFN	52,4	47,0	44,5

Maxence Dhoury, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 12
maxence.dhoury@bnpparibas.com

Retour à meilleure fortune

Activité

2CRSI conçoit et fabrique des serveurs et solutions informatiques sur-mesure, offrant les meilleures performances et le plus faible coût d'utilisation possible grâce à plusieurs caractéristiques recherchées par les clients : faible consommation électrique, densité importante, maintenance facile... Les clients du groupe opèrent des data centers et/ou intègrent des solutions informatiques au cœur de fonctions critiques.

Marché / Concurrence

Le marché des serveurs informatiques théoriquement adressable par 2CRSI est colossal à l'échelle mondiale, de l'ordre de 100Md\$ par an selon IDC. Ce marché global se montre parfois volatil à court-terme, en lien avec les lancements de nouveaux composants clés, mais est porté par une demande structurelle liée à l'explosion des datas et des traitements informatiques et comporte des sous-segments à plus forte valeur ajoutée, plus spécifiquement adressés par le groupe, qui connaissent des croissances à deux chiffres : produits OCP, systèmes hyper-convergés... Un peu plus de la moitié du marché est aujourd'hui contrôlé par le top 5 mondial (Dell, HPE, Inspur, Huawei et Lenovo).

Stratégie / Perspectives

Le groupe conduit depuis son IPO en 2018 une structuration à marche forcée pour se donner les moyens de gagner des parts de marché : 1/ équipes de direction renforcées à tous les niveaux, 2/ recrutements de commerciaux et spécialisation sur une zone ou un segment (Moyen-Orient, calcul à haute performance), 3/ présence accrue à l'international et sur les salons ainsi que 4/ mise en œuvre d'une stratégie M&A. Celle-ci a commencé par une acquisition ciblée complétant sa gamme de produits (Tranquil PC pour l'edge computing) et s'est poursuivie par une acquisition structurante fin 2019. Boston Limited, un intégrateur de solutions IT anglais, représente ainsi la majorité du périmètre aujourd'hui. Le rationnel du deal est de marier les produits et la R&D de 2CRSI avec la force commerciale (>50 personnes soit plus de 2 fois celle de 2CRSI) et le portefeuille clients de Boston Limited (>1 500 clients). Cette stratégie offensive a été coûteuse mais commence à porter ses fruits depuis 2020. Un flux régulier de contrats significatifs (Linkoffice, OVH, go2cloud, BNP Paribas, CERN...) est venu conforter la qualité de l'offre. Après une phase difficile, le groupe est parvenu à enregistrer deux exercices consécutifs de croissance organique à deux chiffres, une trajectoire que nous pensons pérenne et qui devrait selon nous permettre de progressivement absorber les investissements réalisés.

Valorisation

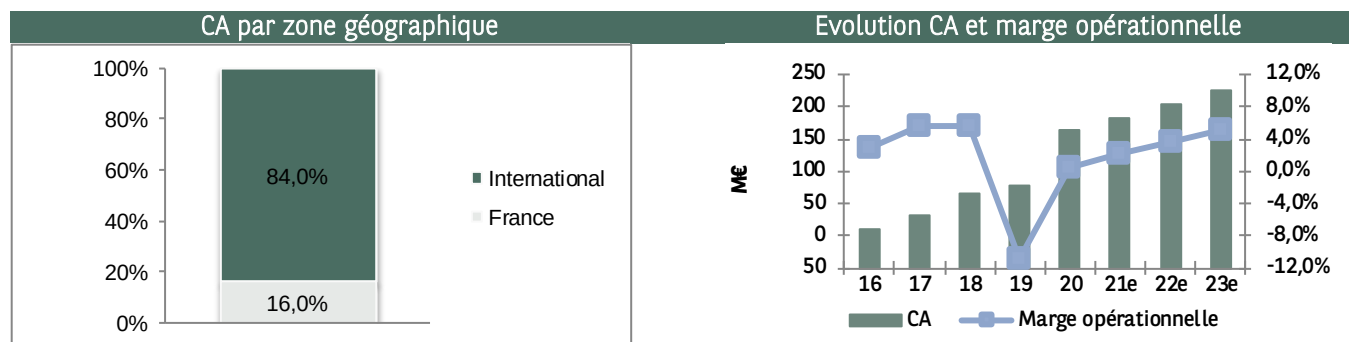
Le groupe a connu des premières années post-IPO mouvementées (conquête commerciale plus lente qu'espérée initialement puis faillite du principal client) et le chemin est probablement encore long mais la dynamique commerciale affichée depuis maintenant deux ans nous semble très encourageante. Nous valorisons le titre par DCF (WACC 11,2%, EBIT cible 8%).

2CRSI

Exploitation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
CA	11,4	30,6	65,2	77,0	163,3	182,0	204,7	225,8
var. n/n-1	-/+	+ /++	+ /++	18,1%	+ /++	11,4%	12,5%	10,3%
var. organique	35,4%	168,6%	111,7%	-31,8%	12,8%	11,4%	12,5%	10,3%
EBE	0,8	2,2	6,2	-2,4	7,4	10,4	15,1	19,5
ROC	0,3	1,7	4,5	-7,5	0,8	3,8	7,7	11,8
var. n/n-1	-/+	+ /++	+ /++	+ /-	- /+	+ /++	+ /++	53,5%
ROP	0,3	1,7	3,7	-8,3	0,6	3,8	7,7	11,8
RCAI	0,2	1,3	3,2	-7,7	-4,4	-0,5	4,9	9,1
IS	0,1	-0,6	0,5	1,0	0,1	0,0	-1,2	-2,3
RN Pdg publié	0,3	0,6	3,7	-6,4	-4,2	-0,7	3,6	6,7
RN Pdg corrigé	0,3	0,6	3,7	-6,4	-4,2	-0,7	3,6	6,7
var. n/n-1	-/+	+ /++	+ /++	+ /-	- - /-	- - /-	- /+	86,0%
Tmva CA 2018 / 2022e	33,1%							
Marge brute (%)	32,3%	21,0%	23,8%	24,4%	23,0%	24,1%	24,5%	24,8%
Marge opérationnelle (%)	2,9%	5,5%	5,6%	-10,8%	0,3%	2,1%	3,8%	5,2%
Marge nette (%)	2,4%	2,1%	5,7%	-8,3%	-2,6%	-0,4%	1,8%	3,0%
Taux IS (%)	-24,7%	48,7%	-16,4%	13,6%	2,7%	0,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	15,4%	7,6%	7,4%	16,1%	12,0%	12,0%	11,0%	10,2%
CA/effectif (K€)	232	551	682	327	449	-	-	-
var. n/n-1	-/+	+ /++	24,0%	-52,1%	37,3%	-	-	-
Effectif moyen	49	56	96	236	364	-	-	-
var. n/n-1	-/+	13,3%	72,1%	+ /++	54,6%	-	-	-

Bilan	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Fonds propres Pdg	0,7	1,4	51,0	45,1	40,7	40,1	43,7	50,4
Dettes financières nettes	2,6	16,0	9,7	41,7	52,4	47,0	44,5	38,1
Autres	0,7	-11,2	-9,1	-6,0	-16,7	11,4	14,8	18,0
Capitaux investis	3,9	6,2	51,6	80,7	76,4	98,7	103,2	106,9
Immobilisations nettes	2,9	16,1	23,1	73,9	84,1	60,2	58,6	57,4
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	2,0	7,1	7,8	7,8	7,8	7,8
dont financières	0,7	13,0	13,6	27,4	38,5	10,3	7,0	3,7
BFR	1,7	3,1	42,2	34,3	30,8	48,8	51,6	53,3
Actif économique	3,9	6,2	51,6	80,7	76,4	98,7	103,2	106,9
Gearing (%)	370,8%	1180,2%	18,9%	92,6%	128,8%	116,9%	101,4%	75,0%
BFR/CA (%)	14,6%	10,0%	64,7%	44,5%	18,8%	26,8%	25,2%	23,6%
Dettes financières nettes/EBE (x)	3,4	7,2	1,6	ns	7,1	4,5	3,0	2,0
ROE (%)	40,4%	47,5%	7,3%	ns	ns	ns	8,3%	13,3%
ROACE (%) après IS normé	-	17,2%	14,8%	ns	0,7%	4,4%	5,7%	8,4%

Financement	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Cash Flow	0,7	2,0	4,8	-1,8	6,5	6,1	11,0	14,5
Variation BFR	-1,3	-1,4	-38,7	12,8	-9,3	-18,0	-2,7	-1,7
Investissements industriels	-0,5	-0,7	-2,5	-3,5	-7,2	-10,8	-9,2	-9,6
% du CA	4,1%	2,2%	3,9%	4,6%	4,4%	5,9%	4,5%	4,3%
Cash Flow Libre	-1,1	0,0	-36,5	7,5	-10,0	-22,7	-0,9	3,2
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	-0,2	-3,5	-14,8	-0,4	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	46,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Autres	-1,4	-13,2	0,0	-24,8	-0,5	28,1	3,4	3,2
Variation dettes financières nettes	2,6	13,5	-6,3	32,0	10,7	-5,4	-2,5	-6,4
Dettes financières nettes	2,6	16,0	9,7	41,7	52,4	47,0	44,5	38,1



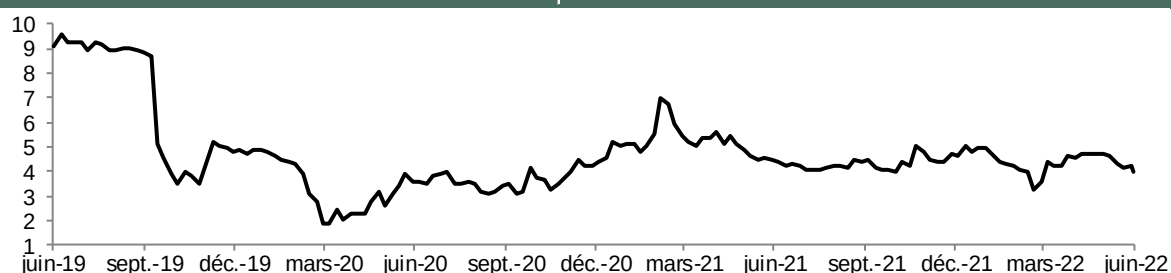
2CRSI

Données par action	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
BNPA	0,25	0,08	0,21	-0,36	-0,23	-0,04	0,20	0,38
var. n/n-1	-/+	-69,9%	+ /++	+/-	- -/-	- -/-	-/+	86,0%
CFPA	0,6	0,2	0,3	-0,1	0,4	0,3	0,6	0,8
ANPA	0,6	0,2	2,9	2,5	2,3	2,2	2,4	2,8
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2018 / 2022e	-0,7%							
Tmva CFPA 2018 / 2022e	23,2%							

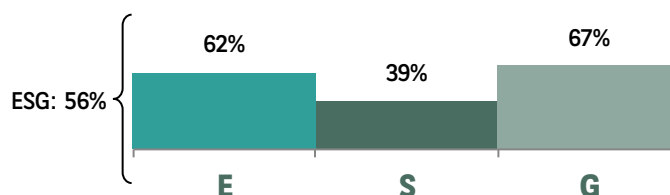
Valorisation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
PER (x)	-	-	45,8	ns	ns	ns	19,8	10,6
PCF (x)	-	-	ns	ns	10,3	11,8	6,5	4,9
PAN (x)	-	-	3,3	3,0	1,6	1,8	1,6	1,4
VE/CA (x)	-	-	2,2	1,8	0,5	0,6	0,5	0,5
VE/EBE (x)	-	-	23,4	ns	11,2	10,5	7,3	5,5
VE/ROP (x)	-	-	ns	ns	ns	28,3	14,2	9,0
Free Cash Flow Yield (%)	-	-	-21,5%	5,6%	-15,0%	-31,8%	-1,2%	4,5%
Rendement (%)	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	-	-	135,0	106,4	52,8	56,9	56,9	56,9
Valeur d'Entreprise (VE)	-	-	145,1	137,5	82,1	108,9	109,8	106,6
Cours de référence (€)	-	-	9,5	7,5	3,7	4,0	4,0	4,0
Nb de titres (Mio)	1,103	8,500	14,243	14,243	14,243	14,243	14,243	14,243
Nb de titres corrigé (Mio)	1,103	8,500	17,887	17,887	17,887	17,887	17,887	17,887
% de la dilution	0,0%	0,0%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%
Date d'introduction	22/06/2018							
Cours d'introduction ajusté	8,8 €							

Données intermédiaires	16	17	18	19	20	21	22	23
CA T1	-	2,7	8,9	-	-	-	-	-
CA T2	-	3,0	16,4	-	-	-	-	-
CA S1	-	5,7	25,3	21,5	78,5	90,2	-	-
ROP S1	-	-0,6	0,5	-2,2	-2,1	1,7	-	-
RN pdg corrigé S1	-	-1,1	0,3	-2,2	-2,5	-1,1	-	-
Marge opérationnelle S1	-	-10,2%	1,9%	-10,3%	-2,7%	1,9%	-	-
Marge nette S1	-	-19,8%	1,1%	-10,2%	-3,2%	-1,2%	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S2	-	24,9	39,8	-	84,9	91,7	-	-
ROP S2	-	2,3	3,2	-	2,7	-	-	-
RN pdg corrigé S2	-	1,8	3,4	-	-1,7	-	-	-
Marge opérationnelle S2	-	9,1%	8,0%	-	3,1%	-	-	-
Marge nette S2	-	7,1%	8,6%	-	-2,0%	-	-	-
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>								
CA T1	-	-/+	+ /++	-	-	-	-	-
CA T2	-	-/+	+ /++	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S1	-	-/+	+ /++	-15,3%	+ /++	15,0%	-	-
CA S2	-	-/+	60,1%	-	-/+	8,1%	-	-
ROP S1	-	- -/-	-/+	+/-	- -/-	-/+	-	-
ROP S2	-	-/+	40,9%	-	-/+	-	-	-

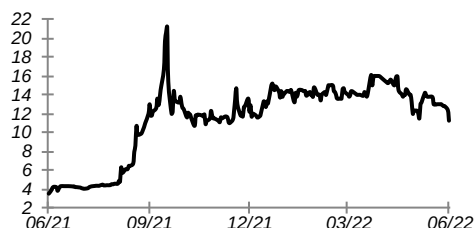
Historique de cours



2CRSI



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2018	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Oui	Oui	Oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	Depuis 2015 pour Boston Limited
SOCIAL	2018	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	36%	32%	32%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	94	82	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	21%	65%	88%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	20%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Non	Oui	Actions gratuites en 2018 pour l'ensemble des salariés puis en 2020 pour certains de Boston
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	3,6%	3,1%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	43,0	0,0	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2018	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	Oui	Middlednext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	6	6	7	
<i>dont indépendants</i>	2	1	2	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	92%	97%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	Comité d'audit et des risques depuis mars 2021
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	Comité Stratégie et Développement Durable depuis mars 2021
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	57%	58%	59%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	NA	NA	NA	Pas de rémunération variable pour le CEO
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	NA	NA	NA	Pas de rémunération variable pour le CEO
Ratio d'équité (salaire médian)	3,7	5,6	6,1	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2018	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	ISO 9001 pour Boston et TranquilPC, en cours pour 2crsi
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	41%	70%	99%	Le creux de 2018 est lié à l'IPO



Cours : 11,25€ 14 Jun 2022

Objectif : 10,70€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique FR0000062465 / AAA
Reuters / Bloomberg AAA.PA / AAA:FP
Indice CAC Small
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME

Euronext

Capitalisation (M€) **484,0**
Flottant (%) 5,1%
Nbre de Titres (Mio) 43,019
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat

Camahéal Finance 95,0%
Managers 2,2%
Public 2,9%

	21	22e	23e
PER	57,5	34,3	23,9
PCF	26,9	22,4	17,3
VE/CA	2,3	1,9	1,6
VE/ROP	ns	24,2	17,8
PAN	10,1	8,6	5,8
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	2,4%	2,4%	4,1%
ROACE	8,0%	13,3%	18,4%

CA	188,3	309,7	380,5
CA précédent	188,3	309,7	380,5
var. n/n-1	34,1%	64,5%	22,9%
EBE	17,2	31,4	41,1
ROC	13,4	24,7	34,2
% CA	7,1%	8,0%	9,0%
ROP	11,6	23,7	33,2
% CA	6,2%	7,7%	8,7%
RN Pdg publié	6,4	14,1	20,3
% CA	3,4%	4,6%	5,3%

BNPA	0,15	0,33	0,47
BNPA précédent	0,15	0,33	0,47
var. n/n-1	245,3%	119,5%	43,7%
BNPA Cor	0,15	0,33	0,47
ANPA	0,8	1,3	1,9
Dividende net	0,00	0,00	0,00

DFN	67,4	87,3	106,1

Maxence Dhoury, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 12
maxence.dhoury@bnpparibas.com

Une histoire AAA qui ne fait que commencer

Activité

Alan Allman Associates est un écosystème de cabinets de conseil qui se distingue en particulier par 1/ l'organisation en réseau de marques spécialistes plutôt qu'en marque unifiée, 2/ le positionnement haut de gamme avec notamment une part significative de conseil en management et 3/ le périmètre géographique avec plus du tiers du CA réalisé en Amérique du Nord.

Marché / Concurrence

Structurellement porteur du fait du vaste mouvement de transformation numérique des organisations, le secteur a temporairement souffert de la crise sanitaire, notamment du fait du poids important dans la demande d'acteurs dont la rentabilité a été attaquée (aéronautique, tourisme, banques...). Le marché français des ESN a ainsi baissé de 4,2% en 2020 selon Numeum, soit la première contraction depuis 2013, mais a depuis nettement rebondi (2021 +4,4%). La crise a en effet eu un rôle d'accélérateur de la numérisation (développement du télétravail, digitalisation de la relation clients, etc.). Cela a plus que jamais remis au centre du jeu la question du recrutement et de la rétention des talents.

Stratégie / Perspectives

La structure du groupe se prête particulièrement bien à un build-up. Alan Allman Associates n'est pas une marque commerciale mais la structure centrale d'un réseau structuré de différentes marques, chacune se positionnant comme un cabinet de conseil spécialiste dans son domaine. Chaque marque peut se concentrer sur le perfectionnement de son offre et sur la conquête commerciale en s'appuyant sur les services apportés par la structure centrale (cross-selling, contrôle de gestion, formation, IT, juridique, etc.). Fort d'une politique M&A très ambitieuse (16 acquisitions sur les 5 dernières années notamment), le groupe a connu un développement très rapide avec, à peine plus de douze ans après sa création, une large gamme de prestations, plus de 2 500 salariés délivrant >200M€ de CA pro-forma auprès de 1 200 clients, tant en Europe qu'en Amérique du Nord. Le groupe reste résolument tourné vers la croissance et a plusieurs fois relevé ses objectifs de chiffre d'affaires depuis sa cotation en bourse au printemps 2021. Il vise désormais une trajectoire l'amenant à dépasser 480M€ de CA en 2025, niveau qui pourrait selon nous être atteint dès 2024. La stratégie est également focalisée sur l'amélioration du pricing power : marques spécialisées, recrutements sélectifs, formation importante des consultants, etc. Une fois intégrés à l'écosystème, les cabinets rachetés rentrent ainsi dans une phase d'investissement pour les faire monter en valeur, ce qui se traduit généralement par une courbe en J sur leur rentabilité les premières années.

Valorisation

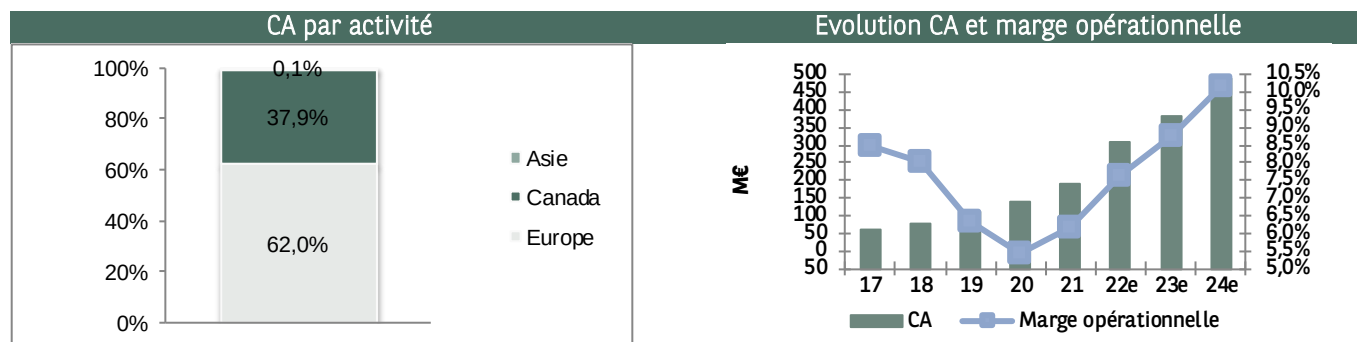
Nous estimons Alan Allman Associates en capacité de poursuivre sa forte trajectoire de croissance tout en améliorant progressivement sa rentabilité pour rejoindre à terme les meilleurs standards du secteur. Ces belles perspectives nous semblent toutefois bien valorisées aujourd'hui, ce qui explique notre recommandation Conserver (3).

AAA

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	59,0	75,6	111,8	140,4	188,3	309,7	380,5	492,3
var. n/n-1	11,7%	28,2%	47,8%	25,6%	34,1%	64,5%	22,9%	29,4%
var. organique	2,7%	-0,5%	-1,2%	-5,6%	19,4%	8,5%	6,3%	5,7%
EBE	4,8	6,6	9,1	12,0	17,2	31,4	41,1	58,6
ROC	4,4	6,1	7,1	8,8	13,4	24,7	34,2	51,2
var. n/n-1	16,6%	39,6%	16,6%	24,3%	51,0%	85,1%	38,5%	49,5%
ROP	5,0	6,1	7,1	7,6	11,6	23,7	33,2	50,2
RCAI	4,7	5,6	6,5	6,4	10,9	21,9	31,1	47,7
IS	-1,7	-2,0	-2,6	-3,8	-3,8	-7,1	-9,9	-15,1
RN Pdg publié	2,9	3,2	3,0	1,8	6,4	14,1	20,3	31,6
RN Pdg corrigé	2,9	3,2	3,0	1,8	6,4	14,1	20,3	31,6
var. n/n-1	49,8%	11,0%	-6,3%	-39,2%	+ / +	+ / +	43,7%	55,7%
Tmva CA 2019 / 2023e	35,8%							
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	8,5%	8,0%	6,3%	5,4%	6,2%	7,7%	8,7%	10,2%
Marge nette (%)	4,8%	4,2%	2,7%	1,3%	3,4%	4,6%	5,3%	6,4%
Taux IS (%)	36,0%	35,5%	40,2%	59,1%	34,8%	32,2%	32,0%	31,7%
Frais de personnel / CA (%)	61,2%	61,8%	55,1%	50,0%	46,8%	46,4%	46,0%	45,1%
CA/effectif (K€)	85	84	93	89	98	-	-	-
var. n/n-1	-12,8%	-1,5%	11,3%	-4,5%	10,0%	-	-	-
Effectif moyen	693	902	1 198	1 575	1 920	-	-	-
var. n/n-1	28,1%	30,2%	32,8%	31,5%	21,9%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	13,7	16,4	19,1	14,5	36,5	56,1	83,1	122,3
Dettes financières nettes	4,7	15,8	34,4	37,1	67,4	87,3	106,1	119,7
Autres	0,5	-0,4	4,5	16,0	13,7	-22,8	-67,6	-118,0
Capitaux investis	20,8	36,9	65,4	69,7	119,1	122,4	123,9	126,8
Immobilisations nettes	28,2	42,2	69,2	79,2	132,0	169,5	216,8	271,7
dont écarts d'acquisition	24,6	38,0	57,0	58,2	91,6	91,6	91,6	91,6
dont financières	1,2	2,1	4,1	3,4	6,9	43,4	88,2	138,6
BFR	-6,1	-3,1	0,3	-6,2	-6,0	-3,8	-4,8	-6,3
Actif économique	20,8	36,9	65,4	69,7	119,1	122,4	123,9	126,8
Gearing (%)	29,9%	73,4%	129,9%	222,4%	178,0%	150,8%	124,3%	95,7%
BFR/CA (%)	-10,4%	-4,2%	0,3%	-4,4%	-3,2%	-1,2%	-1,3%	-1,3%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,0	2,4	3,8	3,1	3,9	2,8	2,6	2,0
ROE (%)	20,8%	19,4%	15,6%	12,5%	17,6%	25,2%	24,4%	25,8%
ROACE (%) après IS normé	17,5%	13,6%	8,3%	4,6%	8,0%	13,3%	18,4%	27,3%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	3,2	3,7	6,5	5,6	13,7	21,6	28,0	40,0
Variation BFR	2,3	-1,2	-3,7	4,9	0,1	-2,2	1,0	1,6
Investissements industriels	-1,0	-0,2	-7,1	-4,6	-4,8	-7,8	-9,4	-11,9
% du CA	1,7%	0,3%	6,4%	3,3%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%
Cash Flow Libre	4,6	2,3	-4,3	5,9	9,0	11,5	19,7	29,7
Cessions d'actifs	0,9	0,0	1,5	1,7	0,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-5,2	-10,0	-12,7	-8,8	-58,4	-36,5	-44,8	-50,4
Dividendes	0,0	-0,8	-0,4	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,1	0,0	0,0	0,0	14,4	5,5	6,7	7,6
Autres	-1,2	-2,6	-2,7	0,5	4,6	-0,4	-0,4	-0,4
Variation dettes financières nettes	0,9	11,1	18,6	2,6	30,4	19,9	18,8	13,6
Dettes financières nettes	4,7	15,8	34,4	37,1	67,4	87,3	106,1	119,7



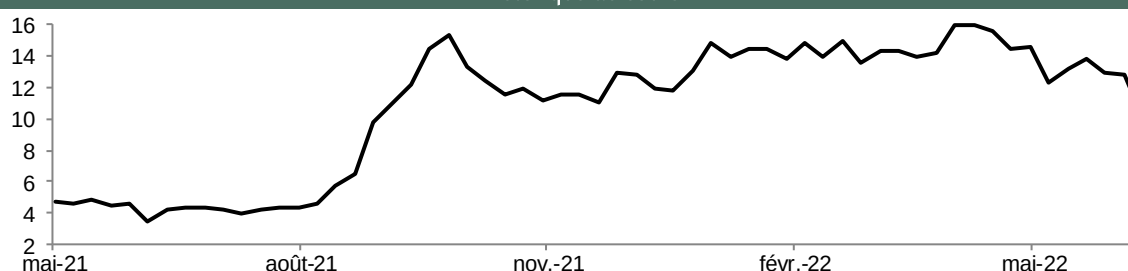
AAA

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,07	0,08	0,07	0,04	0,15	0,33	0,47	0,73
var. n/n-1	49,8%	11,0%	-6,3%	-39,2%	+ / ++	+ / ++	43,7%	55,7%
CFPA	0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,5	0,7	0,9
ANPA	0,3	0,4	0,5	0,3	0,8	1,3	1,9	2,8
Dividende net (versé en n+1)	0,02	0,01	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	26,2%	11,2%	67,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	60,4%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	42,9%							

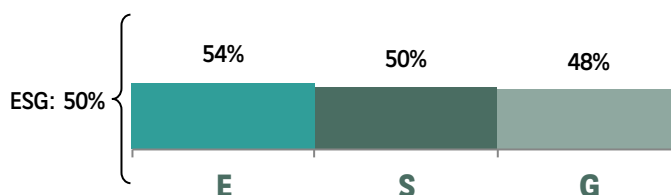
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	-	-	-	-	57,5	34,3	23,9	15,3
PCF (x)	-	-	-	-	26,9	22,4	17,3	12,1
PAN (x)	-	-	-	-	10,1	8,6	5,8	4,0
VE/CA (x)	-	-	-	-	2,3	1,9	1,6	1,2
VE/EBE (x)	-	-	-	-	25,4	18,2	14,4	10,4
VE/ROP (x)	-	-	-	-	ns	24,2	17,8	12,1
Free Cash Flow Yield (%)	-	-	-	-	2,4%	2,4%	4,1%	6,1%
Rendement (%)	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	-	-	-	-	369,5	484,0	484,0	484,0
Valeur d'Entreprise (VE)	-	-	-	-	438,4	573,0	592,3	606,4
Cours de référence (€)	-	-	-	-	8,6	11,3	11,3	11,3
Nb de titres (Mio)	41,729	41,729	41,729	41,729	43,019	43,019	43,019	43,019
Nb de titres corrigé (Mio)	41,729	41,729	41,729	41,729	43,019	43,019	43,019	43,019
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	07/04/2021							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	-	-	-	37,1	41,0	75,6
CA T2	-	-	-	33,9	46,5	
CA S1	-	-	-	71,0	87,5	
ROP S1	-	-	-	4,9	6,3	
RN pdg corrigé S1	-	-	-	2,4	3,7	
Marge opérationnelle S1	-	-	-	6,9%	7,2%	
Marge nette S1	-	-	-	3,4%	4,2%	
CA T3	-	-	-	32,3	43,1	
CA T4	-	-	-	37,1	57,7	
CA S2	-	-	-	69,4	100,7	
ROP S2	-	-	-	2,7	5,3	
RN pdg corrigé S2	-	-	-	-0,3	2,7	
Marge opérationnelle S2	-	-	-	3,9%	5,3%	
Marge nette S2	-	-	-	-0,4%	2,7%	
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	-	-	-	- / +	10,4%	84,4%
CA T2	-	-	-	- / +	37,5%	
CA T3	-	-	-	- / +	33,1%	
CA T4	-	-	-	- / +	55,6%	
CA S1	-	-	-	- / +	23,3%	
CA S2	-	-	-	- / +	45,1%	
ROP S1	-	-	-	- / +	28,4%	
ROP S2	-	-	-	- / +	97,5%	

Historique de cours



AAA



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	1,8	Un seul cabinet à ce stade (AiYO)
Politique de compensation des émissions CO2	ND	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	ND	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	ND	NA	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	ND	Non	Non	
Certification 14001	ND	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	36%	37%	Reporting couvrant 67% de l'effectif fin décembre
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	Communiqué par chaque cabinet
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	ND	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	56%	64%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	34%	36%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	ND	Oui	Oui	Happy at Work
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	ND	ND	Non	Pour les dirigeants de sociétés et personnes clés à ce stade
Encouragement de l'actionnariat salarié	ND	ND	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	526	
Taux d'absentéisme	ND	3,2%	2,8%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	0,0	0,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	ND	NA	Oui	Middlednext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	ND	ND	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	ND	ND	5	
<i>dont indépendants</i>	ND	ND	2	
<i>dont femmes</i>	ND	ND	1	
Administrateur représentant les salariés au CA	ND	NA	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	81%	
Comité d'audit	ND	ND	Oui	
Comité des risques	ND	ND	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	ND	ND	Non	
Comité RSE	ND	ND	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	ND	Non	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	ND	ND	94%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	ND	NA	NA	Pas de rémunération variable
Déclaration de la rémunération du CEO	ND	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	NA	NA	Pas de rémunération variable
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	Non	Non	Charte fournisseurs déployée à partir de décembre 2021
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	Oui	Oui	Enquête annuelle NPS depuis 2020 + 13 cabinets certifiés ISO 9001
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	80%	



Cours : 11,66€ 14 Juin 2022

Objectif : 36,50€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0012333284 / ABVX
Reuters / Bloomberg	ABVX.PA / ABVX:FP
Indice	CAC Small
Contrat de prestation analyse	
Eligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	195,2
Flottant (%)	51,0%
Nbre de Titres (Mio)	16,740
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Truffle Capital	33,0%
Sofinnova Partners	12,0%
Management	4,0%
Flottant	51,0%

	21	22e	23e
Cash Flow Libre	-47,3	54,7	19,3
Inv. financiers	-0,1	0,0	0,0
Augmentation capital	65,5	0,0	0,0
Var Trésorerie	31,4	66,5	24,9
Trésorerie nette	60,7	127,2	152,1
Trésorerie nette/action	3,64	7,62	9,12

Prod. d'exploitation	2,2	122,3	82,6
ROP	0,0	0,0	0,0
% Prod. exploitation	0,0%	0,0%	0,0%
RN pdg publié	-48,6	58,5	22,5
% Prod. exploitation	ns	47,8%	27,2%

Un deal qui se fait attendre

Activité

Abivax développe des médicaments first-in-class dans les domaines des maladies inflammatoires chroniques, des maladies infectieuses et de l'oncologie. Les produits se caractérisent par leur capacité à exploiter directement ou indirectement les propriétés du système immunitaire. Le produit principal du pipeline est l'ABX464, une molécule first-in-class aux multiples propriétés (anti-inflammatoire, anti-infectieux, réparation cellulaire), actuellement évalué dans trois indications cliniques : la rectocolite hémorragique (RCH), la polyarthrite rhumatoïde (PR) et la maladie de Crohn (MC). Le second produit le plus avancé est l'ABX196, un immuno-modulateur en phase 1/2 d'évaluation dans le cancer du foie (en combinaison avec des checkpoint inhibitors).

Marché / Concurrence

Le marché des maladies inflammatoires chroniques est l'un des plus importants du secteur et une véritable machine à blockbusters (ventes annuelles >1Md\$). Ainsi, l'Humira® (adalimumab) qui est indiqué dans plus de 10 maladies inflammatoires chroniques différentes, est le médicament qui génère le plus de CA de toute l'industrie pharmaceutique (~20Md\$ en 2019). Dans ses trois indications actuelles que sont la RCH, la MC et la PR, ABX464 se situe dans un marché colossal de près de 50Md\$. En termes de contribution, PR est le plus grand marché (27Md\$), suivi de la MC (13Md\$) et de la RCH (10Md\$). Nous estimons son potentiel de CA entre 3Md\$ et 4Md\$ d'ici 2035.

Stratégie / Perspectives

ABX464 est le produit phare d'Abivax et la pierre angulaire de sa stratégie. Les 18 derniers mois ont été jalonnés de résultats cliniques probants avec 1/ d'excellents résultats de phase IIb d'ABX-464 dans la RCH en induction ; 2/ de très bons résultats intermédiaires de l'étude de maintenance (effet à long terme) dans la RCH avec 55% des patients qui présentent une rémission clinique au bout d'un an de traitement chronique à l'ABX-464 ; 3/ des résultats de phase IIa encourageants dans la PR avec atteinte du critère primaire de l'étude et un bon profil de tolérance et de sécurité pour les patients. Les résultats concluants dans RCH ont donné lieu à un feu vert de la part de l'EMA et la FDA afin de lancer une étude de phase III. Celle-ci devrait être initiée au T3 2022. Que ce soit dans la MC ou dans la PR, les phases IIb prévues sont pour le moment mises en retrait afin de concentrer les ressources sur la phase III dans la RCH. En effet, il apparaît aujourd'hui un point d'attention au regard de la visibilité financière qui ne se porte qu'au T3 2022. Abivax n'a pas été en mesure de conclure un deal satisfaisant sur son produit phare pourtant très attendu. La société aura donc besoin de se refinancer dans les prochaines semaines et envisage pour cela différentes options avec 1/ la signature d'un accord de licence sur ABX464 ou 2/ une IPO au Nasdaq. ABX-464 dispose de tous les arguments cliniques pour intéresser un grand groupe pharmaceutique, nous privilégions cette option avec toutefois un financement intermédiaire.

Valorisation

Valorisation rNPV et SoP avec 5% de décote ESG : RCH (37%), MC (44%), PR (19%). Après actualisation, notre objectif passe de 38,4€ à 36,5€ et nous restons à Acheter (1).

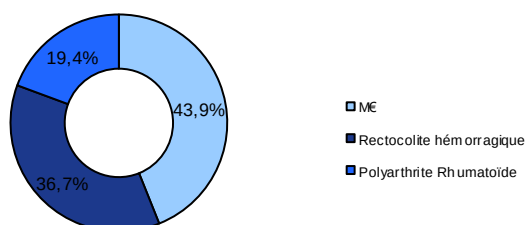
Mohamed Kaabouni, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 10
mohamed.kaabouni@bnpparibas.com

ABIVAX

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-10,8	-17,1	-31,3	-36,7	-42,8	58,7	22,7	-60,0
Variation BFR	2,4	2,4	4,0	6,9	-2,9	-2,3	-1,7	-2,3
Investissements industriels	-1,0	-0,8	-0,9	-0,9	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7
Cash Flow Libre	-9,4	-15,4	-28,3	-30,7	-47,3	54,7	19,3	-64,1
Cessions d'actifs	1,0	0,6	0,6	0,6	0,3	0,3	0,4	0,4
Investissements financiers	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-	-	-	-	-	-	-	-
Augmentation de capital	0,6	0,7	13,7	26,4	65,5	0,0	0,0	0,0
Autres	25,0	27,2	23,8	33,3	42,3	-	-	-
Variation Trésorerie	-6,0	-4,0	-3,2	19,5	31,4	66,5	24,9	-69,5
Trésorerie nette	17,0	13,0	9,8	29,3	60,7	127,2	152,1	82,6
Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Produit d'exploitation	0,4	0,8	0,0	1,7	2,2	122,3	82,6	2,9
ROP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CIR	2,6	4,1	4,3	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0
R&D immobilisée	-	-	-	-	-	-	-	-
Frais R&D	10,8	15,9	29,0	34,5	45,9	43,1	45,0	44,8
RN Pdg publié	-11,2	-15,6	-30,6	-37,6	-48,6	58,5	22,5	-60,2
Frais de personnel	3,8	4,3	4,9	5,6	7,3	7,1	7,7	8,3
Effectif moyen	0	23	26	27	28	29	31	32
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	43,9	28,7	11,8	4,7	28,8	87,3	109,8	49,6
Autres	4,3	5,9	6,8	13,2	6,9	6,9	6,9	6,9
Capitaux investis	47,8	44,7	38,1	50,5	82,2	152,1	179,9	113,8
Immobilisations nettes	32,9	33,1	33,5	33,6	35,2	36,3	37,4	38,6
<i>dont écarts d'acquisition</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>dont financières</i>	0,7	0,9	1,3	1,4	3,0	2,9	3,0	2,9
Trésorerie nette	17,0	13,0	9,8	29,3	60,7	127,2	152,1	82,6
BFR	-1,5	-0,5	-3,9	-11,0	-10,7	-8,4	-6,7	-4,4
Actif économique	47,8	44,7	38,1	50,5	82,2	152,1	179,9	113,8

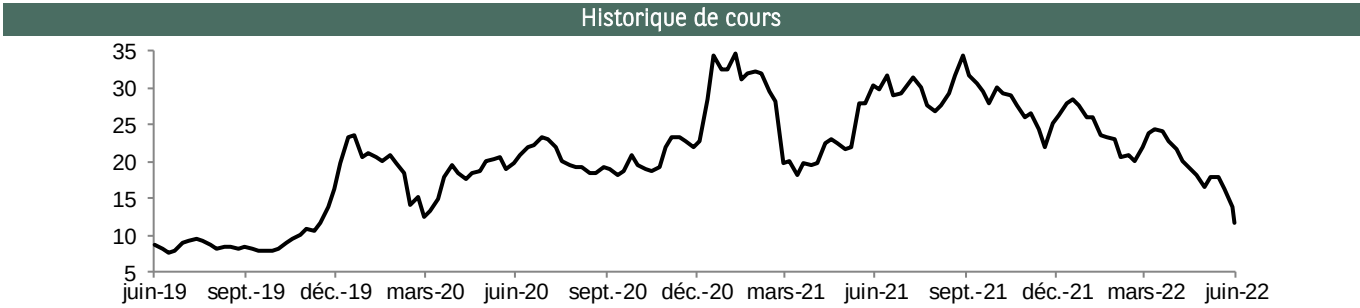
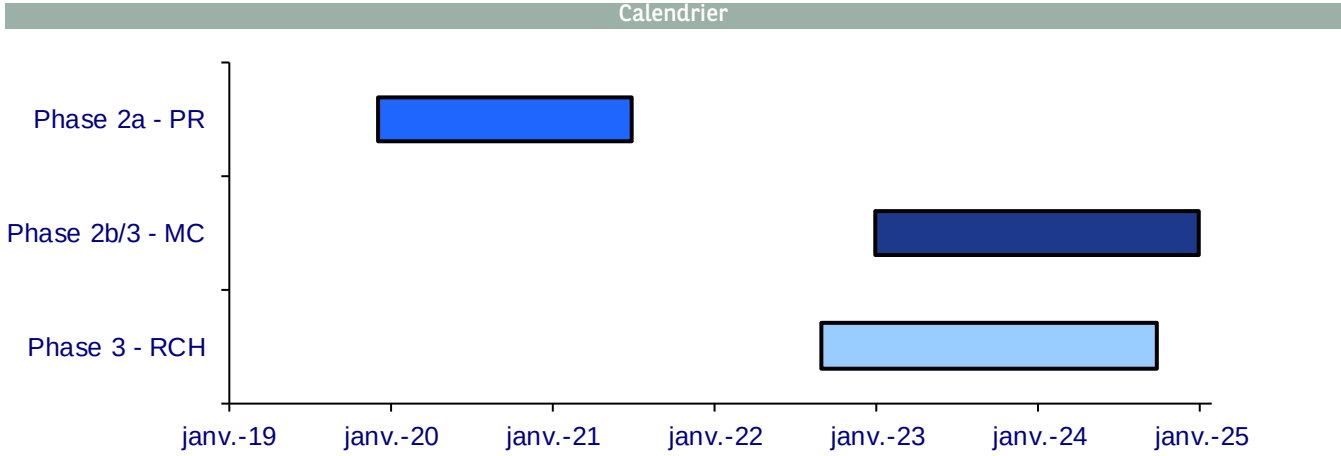
Valorisation NPV



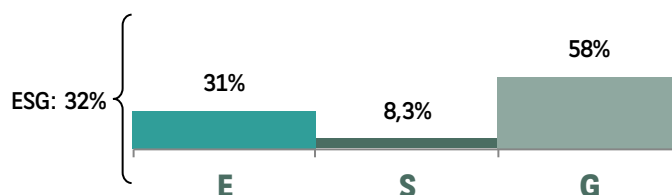
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Trésorerie nette / action	1,73	1,28	0,80	2,05	3,64	7,62	9,12	4,95
CFPA	-1,1	-1,7	-2,6	-2,6	-2,6	3,5	1,4	-3,6
Nb de titres (Mio)	9,870	10,175	12,181	14,307	16,683	16,683	16,683	16,683
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Données intermédiaires	17	18
Produit d'exploitation T1	0,0	0,0
Produit d'exploitation T2	0,0	0,0
Produit d'exploitation S1	0,0	0,5
ROP S1	0,0	0,0
RN pdg publié S1	0,0	-9,9
Trésorerie S1	0,0	0,0
Produit d'exploitation T3	0,0	0,0
Produit d'exploitation T4	0,0	0,0
Produit d'exploitation S2	0,0	0,0
ROP S2	0,0	0,0
RN pdg publié S2	0,0	0,0
Trésorerie S2	0,0	0,0

ABIVAX



ABIVAX



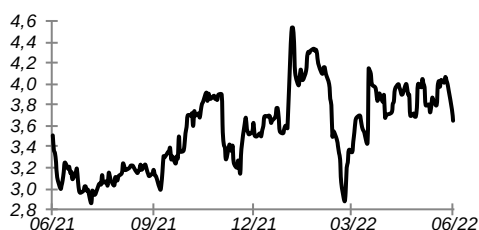
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	ND	ND	ND	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	ND	ND	ND	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	ND	ND	ND	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Non	Non	Non	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	ND	ND	ND	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	0	0	0	0
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	Non	Non	Non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	8	8	8	
<i>dont indépendants</i>	0,625	0,5	0,5	
<i>dont femmes</i>	0,375	0,375	0,375	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	48%	44%	37%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Non	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	5,3	5,4	5,7	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	0
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

ACTIA GROUP

Industrie



Cours : 3,65€

14 Juin 2022

Objectif : 4,52€

RENFORCER (2)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000076655 / ATI
Reuters / Bloomberg	MRSP.PA / ATI FP
Indice	CAC Small
Contrat de prestation analyse	
Eligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	73,4
Flottant (%)	38,8%
Nbre de Titres (Mio)	20,100
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Pacte Concert	56,0%
SGPFEC	5,2%
Autocontrôle	0,1%
Public	38,8%

	21	22e	23e
PER	ns	28,7	7,9
PCF	3,7	2,1	1,6
VE/CA	0,6	0,4	0,4
VE/ROP	ns	17,6	13,4
PAN	0,6	0,6	0,6
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	51,4%	-8,4%	-12,6%
ROACE	ns	3,8%	4,7%

CA	462,8	499,2	557,7
CA précédent	462,8	499,2	557,7
var. n/n-1	5,5%	7,9%	11,7%
EBE	13,6	44,0	52,2
ROC	-11,2	12,0	16,5
% CA	-2,4%	2,4%	3,0%
ROP	-9,9	12,0	16,5
% CA	-2,1%	2,4%	3,0%
RN Pdg publié	-6,4	2,6	9,3
% CA	-1,4%	0,5%	1,7%

BNPA	-0,32	0,13	0,46
BNPA précédent	-0,32	0,13	0,46
var. n/n-1	ns	ns	265,3%
BNPA Cor	-0,32	0,13	0,46
ANPA	5,6	5,8	6,2
Dividende net	0,00	0,00	0,12

DFN	201,1	137,2	146,5

Jeremy Sallée, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30
jeremy.sallee@bnpparibas.com

Des cessions au profit du désendettement

Activité

Actia est un spécialiste des équipements électroniques qui s'est développé autour de deux secteurs d'activité : l'Automotive (86% CA 2021) et les Télécommunications (14% CA 2021). Pour une maîtrise complète de la qualité, la fabrication des produits est assurée par le groupe sur trois sites de production (Toulouse, Tunisie et USA) et deux sites d'assemblage (USA et Brésil). Actia a fondé son développement sur sa capacité à accompagner ses clients hors de nos frontières et dispose d'une quinzaine de filiales à l'étranger. Ainsi, les clients à l'international représentaient près de 70% du chiffre d'affaires du groupe en 2021.

Marché / Concurrence

Actia développe : 1/ des systèmes embarqués (~78% CA Automotive - tableaux de bord, infotainment, portails télématiques, etc.) avec une présence complémentaire dans les véhicules électriques (chaînes de traction électriques complètes pour VL, batteries), le ferroviaire et l'aéronautique, 2/ des systèmes de diagnostic électronique (outils de diagnostic, de contrôle technique, etc.) et de gestion de flottes de véhicules destinées aux réseaux d'après-vente, garages, loueurs (~11% CA Automotive), 3/ des Services (~12% CA Automotive) allant de la conception à la réalisation de cartes électroniques à destination de l'automobile, l'aéronautique ou le ferroviaire. Sur le marché des Télécommunications, l'offre d'Actia comprend : 1/ des stations terriennes, 2/ des systèmes adaptés aux réseaux Smartgrid en France et à l'international, 3/ le Broadcast, avec notamment les réémetteurs pour les produits dédiés à la radio, 4/ la télévision en diffusion numérique et 5/ des solutions pour les infrastructures de réseaux de télécommunications.

Stratégie / Perspectives

Après deux exercices de croissance soutenue Actia a subi en 2020 l'impact du COVID mais dans des proportions moins importantes qu'initialement anticipées (CA -16% vs guidance -25% en mai 2020). Post-covid le rebond de l'activité et de la rentabilité a été limité et freiné par les pénuries en composants électroniques qui ont significativement pénalisé la BU Automotive. Ces pénuries bloquent la capacité d'Actia à livrer un carnet de commandes au plus haut et qui lui permet actuellement de viser un CA >800M€ à horizon 4 ans (hors aggravation des pénuries en composants). En attendant une normalisation de la situation, qui ne devrait pas avoir lieu avant mi 2023, Actia continue d'investir fortement en R&D (17% CA) afin de répondre à la demande de ses clients. Pour financer ces investissements, et face à un niveau d'endettement élevé, le groupe a décidé de céder en début d'année ses activités Contrôle Technique (21M€ CA) et Power (~22M€ CA) ce qui devrait lui permettre de se désendetter à hauteur de 70M€. Depuis le début d'année Actia a également obtenu un nouveau financement obligataire de 18M€ souscrit auprès de M Capital (Tikehau Capital, Epopée Gestion et Audacia).

Valorisation

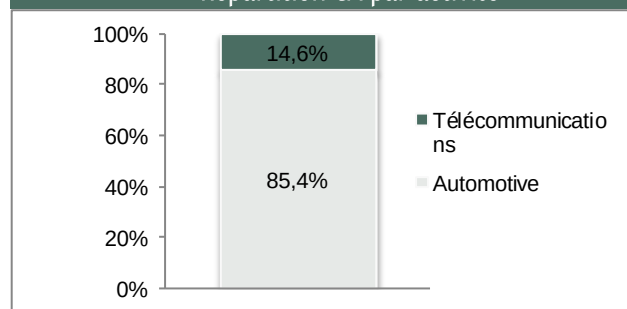
Dans un environnement toujours difficile, la poursuite du rebond de l'activité et la cession de l'activité Power devrait permettre à Actia de retrouver le chemin de la rentabilité. TP 4,52€ dont 5% de prime ESG.

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 10/06/2022 - 15:21 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

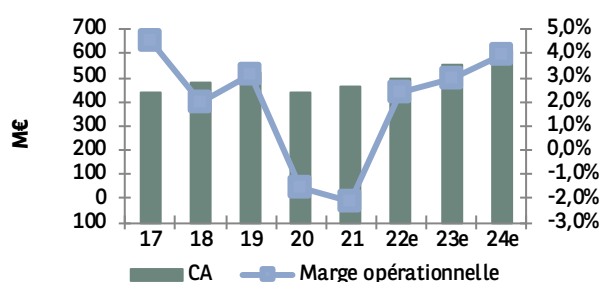
ACTIA GROUP

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	436,1	476,5	520,4	438,6	462,8	499,2	557,7	613,5
var. n/n-1	1,0%	9,3%	9,2%	-15,7%	5,5%	7,9%	11,7%	10,0%
var. organique	1,0%	9,3%	9,2%	-15,7%	5,5%	15,9%	13,0%	10,0%
EBE	30,4	25,8	36,9	17,8	13,6	44,0	52,2	63,4
ROC	19,0	8,7	15,4	-7,2	-11,2	12,0	16,5	24,1
var. n/n-1	-27,4%	-54,3%	77,8%	+/-	-/-	-/+	37,5%	46,1%
ROP	19,8	9,6	16,3	-6,9	-9,9	12,0	16,5	24,1
CIR	3,3	3,9	4,7	5,6	-	-	-	-
R&D immobilisée	-	-	-	-	-	-	-	-
Frais R&D/CA	-	-	-	-	-	-	-	-
RCAI	10,8	12,9	12,3	-19,2	-6,3	7,3	12,4	19,9
IS	-1,9	-2,9	-3,7	-0,3	0,2	-0,7	-3,1	-5,0
RN Pdg publié	8,3	9,0	8,6	-19,0	-6,4	2,6	9,3	14,9
RN Pdg corrigé	8,3	9,0	8,6	-19,0	-6,4	2,6	9,3	14,9
var. n/n-1	-60,5%	9,2%	-5,2%	+/-	-/-	-/+	+/-	60,1%
Tmva CA 2019 / 2023e	1,7%							
Marge brute (%)	49,0%	46,4%	47,0%	46,1%	46,0%	46,8%	46,8%	46,8%
Marge opérationnelle (%)	4,5%	2,0%	3,1%	-1,6%	-2,1%	2,4%	3,0%	3,9%
Marge nette (%)	1,9%	1,9%	1,6%	-4,3%	-1,4%	0,5%	1,7%	2,4%
Taux IS (%)	17,2%	22,1%	30,1%	-1,6%	2,5%	9,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	24,6%	23,1%	23,7%	27,4%	28,4%	25,8%	23,6%	22,1%
CA/effectif (K€)	126	129	135	118	126	-	-	-
var. n/n-1	-4,5%	2,2%	4,8%	-12,6%	6,5%	-	-	-
Effectif moyen	3 459	3 697	3 854	3 718	3 685	-	-	-
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	126,0	132,1	139,6	115,8	113,0	115,6	124,9	137,5
Dettes financières nettes	112,1	168,6	173,5	184,0	201,1	137,2	146,5	146,0
Autres	5,1	-8,2	3,1	17,4	0,9	0,9	0,9	0,9
Capitaux investis	244,6	293,2	317,0	317,5	315,6	254,4	273,1	285,3
Immobilisations nettes	117,8	161,7	194,4	190,3	179,9	107,9	108,5	109,1
dont écarts d'acquisition	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0
dont financières	25,5	26,5	25,5	27,6	28,3	28,3	28,3	28,3
BFR	152,3	157,9	148,1	154,8	163,9	174,7	192,9	204,5
Actif économique	244,6	293,2	317,0	317,5	315,6	254,4	273,1	285,3
Gearing (%)	87,9%	126,9%	123,6%	158,5%	177,1%	118,1%	116,6%	105,6%
BFR/CA (%)	34,9%	33,1%	28,5%	35,3%	35,4%	35,0%	34,6%	33,3%
Dettes financières nettes/EBE (x)	3,7	6,5	4,7	10,3	14,8	3,1	2,8	2,3
ROE (%)	6,6%	6,8%	6,1%	ns	ns	2,2%	7,5%	10,9%
ROACE (%) après IS normé	4,5%	1,7%	2,3%	ns	ns	3,8%	4,7%	6,5%
Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	34,8	31,3	42,5	23,5	17,5	34,6	45,1	54,3
Variation BFR	-22,3	-26,3	1,5	-1,8	-4,4	-10,8	-18,1	-11,6
Investissements industriels	-23,9	-48,8	-43,5	-22,5	20,5	-30,0	-36,3	-39,9
% du CA	5,5%	10,2%	8,4%	5,1%	-4,4%	6,0%	6,5%	6,5%
Cash Flow Libre	-11,4	-43,7	0,6	-0,8	33,7	-6,1	-9,3	2,8
Cessions d'actifs	0,2	0,6	0,1	0,2	0,2	70,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-3,0	-2,4	-2,0	-3,0	0,0	0,0	0,0	-2,3
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-3,3	-10,9	-3,6	-6,8	-51,0	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	17,4	56,5	5,0	10,5	17,1	-63,9	9,3	-0,5
Dettes financières nettes	112,1	168,6	173,5	184,0	201,1	137,2	146,5	146,0

Répartition CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



ACTIA GROUP

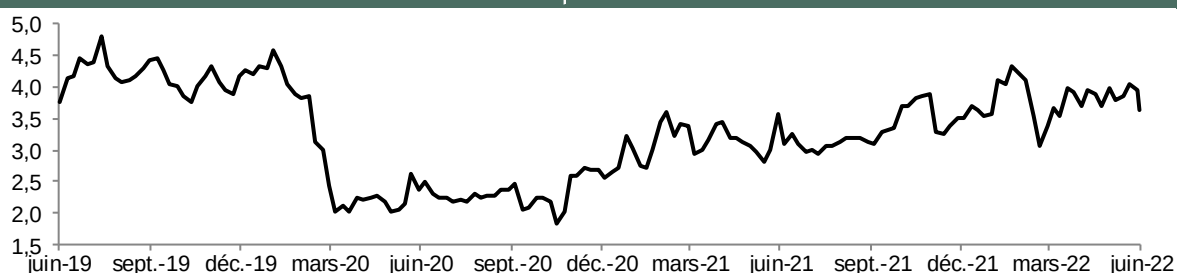
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,41	0,45	0,43	-0,95	-0,32	0,13	0,46	0,74
var. n/n-1	-60,5%	9,2%	-5,1%	+/-	- -/-	-/+	+ /++	60,1%
CFPA	1,7	1,6	2,1	1,2	0,9	1,7	2,2	2,7
ANPA	6,3	6,6	6,9	5,8	5,6	5,8	6,2	6,8
Dividende net (versé en n+1)	0,12	0,10	0,15	0,00	0,00	0,00	0,12	0,19
Payout (%)	29,2%	22,3%	35,2%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	2,2%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	1,5%							

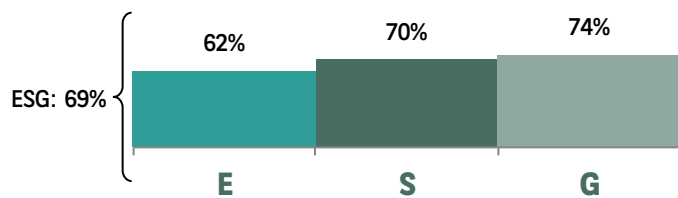
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	19,9	15,3	9,4	ns	ns	28,7	7,9	4,9
PCF (x)	4,7	4,4	1,9	2,2	3,7	2,1	1,6	1,4
PAN (x)	1,3	1,0	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5
VE/CA (x)	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4
VE/EBE (x)	9,1	11,9	6,9	13,3	19,6	4,8	4,2	3,5
VE/ROP (x)	14,0	ns	15,6	ns	ns	17,6	13,4	9,1
Free Cash Flow Yield (%)	-6,9%	-31,7%	0,7%	-1,5%	51,4%	-8,4%	-12,6%	3,8%
Rendement (%)	1,8%	1,7%	2,5%	5,7%	0,0%	0,0%	0,0%	3,2%
Capitalisation (M€)	164,3	138,2	80,2	52,5	65,5	73,4	73,4	73,4
Valeur d'Entreprise (VE)	277,8	307,4	254,5	236,8	267,2	211,3	220,6	220,3
Cours de référence (€)	8,2	6,9	4,0	2,6	3,3	3,7	3,7	3,7
Nb de titres (Mio)	20,100	20,100	20,100	20,100	20,100	20,100	20,100	20,100
Nb de titres corrigé (Mio)	20,097	20,097	20,085	20,084	20,085	20,085	20,085	20,085
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	06/07/2000							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	112,7	106,8	134,4	117,1	113,2	114,4
CA T2	105,5	119,7	129,8	84,9	112,2	
CA S1	218,2	226,6	264,2	202,0	225,5	
ROP S1	6,3	1,0	8,5	-14,3	-2,5	
RN pdg corrigé S1	2,3	1,9	5,5	-15,6	-1,4	
Marge opérationnelle S1	2,9%	0,4%	3,2%	-7,1%	-1,1%	
Marge nette S1	1,0%	0,9%	2,1%	-7,7%	-0,6%	
CA T3	99,8	104,0	117,4	104,4	108,5	
CA T4	118,0	145,9	138,7	132,1	128,9	
CA S2	218,0	249,9	256,1	236,6	237,4	
ROP S2	13,5	8,6	7,8	7,4	-7,4	
RN pdg corrigé S2	6,0	7,1	3,0	-3,4	-5,0	
Marge opérationnelle S2	6,2%	3,4%	3,0%	3,1%	-3,1%	
Marge nette S2	2,7%	2,8%	1,2%	-1,5%	-2,1%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	6,8%	-5,2%	25,8%	-12,9%	-3,3%	1,1%
CA T2	-9,2%	13,5%	8,4%	-34,6%	32,2%	
CA T3	5,7%	4,2%	12,9%	-11,1%	3,9%	
CA T4	2,3%	23,6%	-4,9%	-4,8%	-2,4%	
CA S1	-1,6%	3,8%	16,6%	-23,5%	11,6%	
CA S2	3,9%	14,7%	2,5%	-7,6%	0,3%	
ROP S1	-52,5%	-84,8%	+ /++	+/-	- -/-	
ROP S2	3,1%	-36,1%	-9,8%	-4,2%	+/-	

Historique de cours





ACTIA GROUP

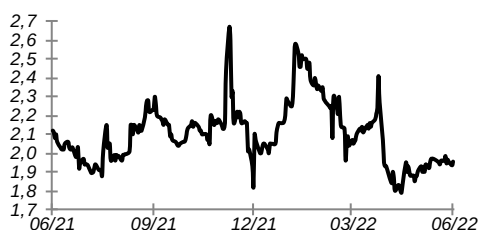
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	12,8	13,4	12,7	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	33%	34%	32%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	88	ND	Automotive France / Telecom
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	1,5%	1,7%	1,7%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	58%	55%	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	14%	7,7%	12%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	2,5%	2,5%	2,8%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	3,4	3,2	4,7	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	10	10	10	
<i>dont indépendants</i>	4	2	2	
<i>dont femmes</i>	4	6	6	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	85%	76%	94%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	62%	62%	62%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	2,21	2,237	2,399	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	91%	95%	98%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

ADUX

Marketing _ Media



Cours : 1,96€

14 Juin 2022

Objectif : 2,90€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0012821890 / ADUX
Reuters / Bloomberg ADUX.PA / ADUX:FP
Indice CAC Small
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **12,3**
Flottant (%) 40,7%
Nbre de Titres (Mio) 6,278
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Azerion Holding B.V. 55,0%
Cyril Zimmermann 3,9%

	21	22e	23e
PER	22,9	13,0	9,6
PCF	8,9	5,7	4,9
VE/CA	0,6	0,4	0,4
VE/ROP	21,9	8,4	5,5
PAN	ns	ns	ns
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	8,5%	14,6%	17,0%
ROACE	ns	ns	ns

	24,0	25,2	26,2
CA	24,0	25,2	26,2
CA précédent	24,0	25,2	26,2
var. n/n-1	33,5%	5,2%	4,0%
EBE	2,2	2,5	2,9
ROC	1,0	1,3	1,7
% CA	4,1%	5,3%	6,4%
ROP	0,6	1,3	1,7
% CA	2,7%	5,3%	6,4%
RN Pdg publié	0,2	0,9	1,3
% CA	1,0%	3,8%	4,9%

	0,04	0,15	0,20
BNPA	0,04	0,15	0,20
BNPA précédent	0,04	0,15	0,20
var. n/n-1	ns	302,2%	35,7%
BNPA Cor	0,09	0,15	0,20
ANPA	-0,9	-0,7	-0,5
Dividende net	0,00	0,00	0,00
DFN	0,9	-0,9	-2,9

Augustin Socié, Analyste Financier
Maxence Dhoury
+33 (0)2 40 44 94 38
augustin.socie@bnpparibas.com

Retrouve des couleurs

Activité

AdUX (ex-HiMedia) est une société technologique spécialisée dans la publicité sur internet (adtech). L'entreprise propose des services de création et de diffusion de publicités digitales sous divers formats (bannières, vidéos) et supports (ordinateur, mobile, réseaux sociaux). Après avoir subi la crise de la publicité sur internet, AdUX a décidé d'abandonner son activité historique de régie publicitaire digitale et de recentrer son activité autour de trois nouvelles offres technologiques : le native advertising (Quantum), le geomarketing (AdMoove) et la régie publicitaire (Adsales). Ces trois offres mettent l'accent sur le respect de l'expérience utilisateur et de l'image de marque de l'annonceur. Elles visent ainsi à pallier la chute du taux de clics sur les publicités et à répondre aux nouvelles exigences de brand safety des annonceurs.

Marché / Concurrence

L'intensité concurrentielle est forte au sein du secteur de la publicité sur internet, à la fois marquée par 1/ la domination du duopole Google/Facebook qui trône 75% du marché et capte l'essentiel de sa croissance, et 2/ une profusion de startups technologiques qui bouleversent continuellement les pratiques de marché. En sus, le secteur a également souffert d'un durcissement du contexte réglementaire avec l'entrée en vigueur du Règlement Général sur la Protection des Données (RGPD) en 2018, et plus récemment la limitation du suivi publicitaire proposé par Apple sur tous ses terminaux mobiles.

Stratégie / Perspectives

Après un début d'année 2021 encore fortement impacté par la crise sanitaire, l'activité s'est redressée sur le second semestre. Sur 2021, l'activité a quasiment atteint les niveaux de 2019 (24M€ en 2021 vs 24,8M€ en 2019). Malgré la volatilité inhérente au secteur de la publicité, la société guide sur une croissance de sa top-line d'au moins 5% pour 2022. Cela traduit le début d'année solide (CA T1 2022 +35%) alors que l'ambition communiquée lors des résultats 2021 était sensiblement plus prudente, avec seulement l'anticipation d'un volume d'activité similaire par rapport à 2021. Outre une très bonne gestion des coûts démontrée depuis plusieurs publications, AdUX peut également s'appuyer sur un portefeuille enrichi de solutions alliant offres natives, vidéos et drive-to-store, notamment grâce à l'apport des technologies d'Azerion.

Valorisation

Après actualisation, notre objectif obtenu par DCF (y compris décote ESG de 5%) est ajusté de 3,1€ à 2,9€ et nous restons à Acheter (1). Nous sommes confiants dans la poursuite de la croissance pour 2022, et ce malgré un marché de la publicité qui demeure incertain. Les synergies commerciales mises en place avec Azerion, et les mutualisations de coûts associées ont d'ores et déjà démontré leur pertinence.

ADUX

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	34,2	26,3	24,8	17,9	24,0	25,2	26,2	27,0
var. n/n-1	-42,1%	-23,3%	-5,8%	-27,5%	33,5%	5,2%	4,0%	3,0%
var. organique	-	-	-	-	-	-	-	-
EBE	1,7	-2,9	0,1	0,4	2,2	2,5	2,9	3,1
ROC	-1,2	-6,1	-1,5	-1,2	1,0	1,3	1,7	1,9
var. n/n-1	-/-	+/+	- -/-	- -/-	-/+	37,5%	25,1%	13,2%
ROP	-1,4	-18,4	0,1	-0,6	0,6	1,3	1,7	1,9
RCAI	-1,8	-18,9	-0,3	-0,8	0,4	1,0	1,4	1,6
IS	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
RN Pdg publié	-4,3	-21,4	-0,4	-0,9	0,2	0,9	1,3	1,5
RN Pdg corrigé	-4,1	-9,2	-2,0	-1,5	0,6	0,9	1,3	1,5
var. n/n-1	+/+	+/+	- -/-	- -/-	-/+	64,4%	35,7%	17,3%
Tmva CA 2019 / 2023e	1,4%							
Marge brute (%)	52,3%	47,6%	48,1%	45,2%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%
Marge opérationnelle (%)	-4,1%	ns	0,6%	-3,3%	2,7%	5,3%	6,4%	7,1%
Marge nette (%)	-12,0%	-34,8%	-8,2%	-8,2%	2,4%	3,8%	4,9%	5,6%
Taux IS (%)	-6,5%	-0,3%	-18,5%	-9,1%	38,1%	9,6%	7,2%	6,2%
Frais de personnel / CA (%)	-33,3%	-34,6%	-31,3%	-25,2%	-18,6%	-	-	-
CA/effectif (K€)	172	166	195	197	428	-	-	-
var. n/n-1	-32,2%	-3,4%	17,3%	1,1%	+/+	-	-	-
Effectif moyen	199	158	127	91	56	-	-	-
var. n/n-1	-14,6%	-20,6%	-19,6%	-28,3%	-38,5%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	10,7	-7,6	-4,2	-5,6	-5,4	-4,5	-3,2	-1,7
Dettes financières nettes	-1,2	5,0	1,7	1,3	0,9	-0,9	-2,9	-5,2
Autres	1,1	2,8	3,8	1,8	1,0	1,0	1,0	1,0
Capitaux investis	10,2	0,4	1,4	-2,4	-3,4	-4,3	-5,1	-5,8
Immobilisations nettes	17,0	5,2	5,6	4,6	3,5	2,8	2,1	1,5
dont écarts d'acquisition	14,5	2,0	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
dont financières	1,1	1,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
BFR	-6,7	-4,7	-4,2	-7,0	-6,9	-7,1	-7,2	-7,2
Actif économique	10,2	0,4	1,4	-2,4	-3,4	-4,3	-5,1	-5,8
Gearing (%)	-11,9%	-67,5%	-41,8%	-24,1%	-17,4%	19,3%	93,4%	313,8%
BFR/CA (%)	-19,7%	-18,0%	-17,0%	-39,2%	-28,8%	-28,0%	-27,4%	-26,8%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	16,2	3,2	0,4	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	ns	9,5%	15,2%	ns	ns	ns	ns
ROACE (%) après IS normé	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-1,7	-5,7	-0,2	-0,5	1,5	2,1	2,5	2,7
Variation BFR	-1,7	3,7	-2,6	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Investissements industriels	-1,5	-1,3	-0,9	-0,6	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5
% du CA	4,3%	4,9%	3,6%	3,3%	1,7%	2,0%	2,0%	2,0%
Cash Flow Libre	-4,9	-3,3	-3,7	-0,9	1,1	1,8	2,1	2,2
Cessions d'actifs	5,6	0,9	1,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	-0,1	1,4	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-1,3	-5,1	1,9	1,2	-0,8	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	0,6	6,2	-3,3	-0,4	-0,4	-1,8	-2,1	-2,2
Dettes financières nettes	-1,2	5,0	1,7	1,3	0,9	-0,9	-2,9	-5,2

Evolution CA et marge opérationnelle



ADUX

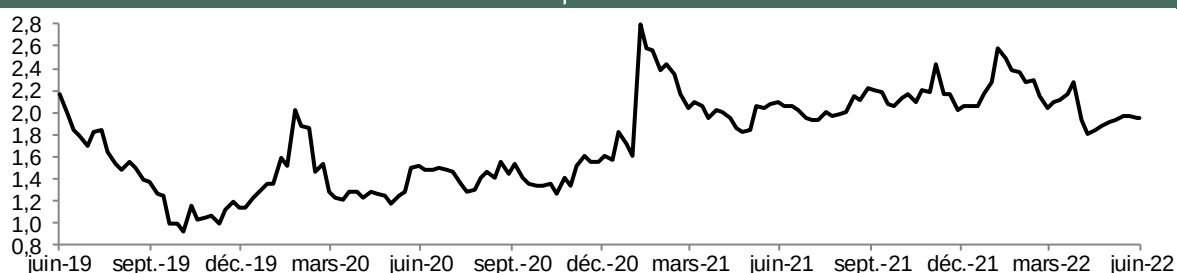
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-1,49	-5,91	-0,06	-0,14	0,04	0,15	0,20	0,24
var. n/n-1	+ / ++	- / -	- / -	- / -	- / +	64,4%	35,7%	17,3%
CFPA	-0,6	-1,6	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,4
ANPA	3,9	-2,1	-0,7	-0,9	-0,9	-0,7	-0,5	-0,3
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	ns							

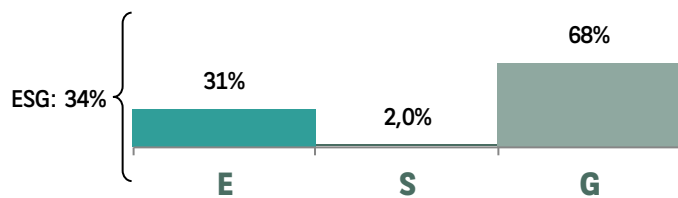
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	ns	ns	22,9	13,0	9,6	8,2
PCF (x)	ns	ns	ns	ns	8,9	5,7	4,9	4,5
PAN (x)	2,0	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE/CA (x)	0,6	0,7	0,5	0,6	0,6	0,4	0,4	0,3
VE/EBE (x)	11,7	ns	ns	24,2	6,4	4,4	3,2	2,2
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	ns	21,9	8,4	5,5	3,7
Free Cash Flow Yield (%)	-22,4%	-23,1%	-31,6%	-10,3%	8,5%	14,6%	17,0%	18,1%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	22,5	14,4	11,8	9,0	13,1	12,3	12,3	12,3
Valeur d'Entreprise (VE)	19,8	18,4	13,4	10,2	13,9	11,3	9,2	7,0
Cours de référence (€)	7,8	4,0	1,9	1,4	2,1	2,0	2,0	2,0
Nb de titres (Mio)	2,886	3,622	6,278	6,278	6,278	6,278	6,278	6,278
Nb de titres corrigé (Mio)	2,781	3,563	6,247	6,270	6,270	6,270	6,270	6,270
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	08/06/2000							
Cours d'introduction ajusté	11,0 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	11,3	7,7	5,3	4,8	4,1	5,5
CA T2	14,8	8,3	6,6	3,4	5,5	
CA S1	26,1	16,0	11,9	8,3	9,6	
ROP S1	-0,4	-10,6	-1,8	-0,8	-0,4	
RN pdg corrigé S1	-0,7	-1,1	-1,9	-1,3	-0,3	
Marge opérationnelle S1	-1,6%	ns	-15,2%	-9,7%	-3,7%	
Marge nette S1	-2,5%	-6,6%	-16,2%	-15,7%	-2,9%	
CA T3	9,8	6,6	5,5	4,6	6,0	
CA T4	-1,6	3,6	7,4	5,1	8,3	
CA S2	8,2	10,2	12,9	9,7	14,4	
ROP S2	-1,0	-7,8	2,0	0,2	1,0	
RN pdg corrigé S2	-3,5	-8,1	-0,1	-0,2	0,9	
Marge opérationnelle S2	-12,3%	ns	15,1%	2,1%	6,9%	
Marge nette S2	-42,4%	ns	-0,9%	-1,7%	5,9%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	-15,0%	-31,9%	-31,2%	-9,4%	-14,6%	34,1%
CA T2	-2,2%	-43,6%	-21,4%	-48,1%	61,8%	
CA T3	-20,3%	-32,7%	-16,7%	-16,4%	30,4%	
CA T4	+ / -	- / +	+ / ++	-31,2%	62,7%	
CA S1	-8,2%	-38,5%	-26,1%	-30,1%	15,9%	
CA S2	-73,5%	25,4%	26,1%	-25,2%	48,5%	
ROP S1	+ / -	+ / ++	- / -	- / -	- / -	
ROP S2	- / -	+ / ++	- / +	-89,6%	+ / ++	

Historique de cours





ADUX

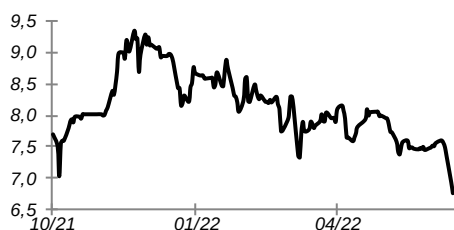
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Non	Non	Non	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	0	0	0	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	17/19	16/19	16/19	Code Middenext.
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	4	4	4	
<i>dont indépendants</i>	2	1	2	
<i>dont femmes</i>	2	2	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	100%	100%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	52%	52%	55%	Azerion Holding BV
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	4	3,88	3,13	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	93%	100%	100%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

AFYREN

Clean Tech



Cours : 6,76€

14 Juin 2022

Objectif : 11,70€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0014005AC9 / ALAFY
Reuters / Bloomberg ALAFY.PA / ALAFY:FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **174,2**
Flottant (%) 16,4%
Nbre de Titres (Mio) 25,762
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
AFY Partners 17,1%
Sofinnova Industrial Biotech I 12,9%
Hedgescop Ltd 11,2%
Mirova 8,4%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	ns
PCF	ns	ns	ns
VE/CA	ns	ns	ns
VE/ROP	ns	ns	ns
PAN	2,8	2,5	2,7
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-1,4%	-4,7%	-16,8%
ROACE	ns	ns	ns

CA	3,0	3,0	3,0
CA précédent	3,0	3,0	3,0
var. n/n-1	-23,9%	0,0%	0,0%
EBE	-1,6	-2,7	-4,2
ROC	-2,2	-3,4	-4,9
% CA	ns	ns	ns
ROP	-2,2	-3,4	-4,9
% CA	ns	ns	ns
RN Pdg publié	-3,6	-8,0	-5,0
% CA	ns	ns	ns

BNPA	-0,14	-0,31	-0,19
BNPA précédent	-0,14	-0,31	-0,19
var. n/n-1	ns	ns	ns
BNPA Cor	-0,14	-0,31	-0,19
ANPA	3,0	2,7	2,5
Dividende net	0,00	0,00	0,00
DFN	-59,3	-51,2	-21,9

Gaétan Calabro, Analyste Financier
Maxence Dhoury, CFA
+33 (0)2 40 44 94 68
gaetan.calabro@bnpparibas.com

(I Can Get Now) Substitution

Activité

Créée en 2012, Afyren est une entreprise de chimie durable qui propose des solutions innovantes permettant de produire par fermentation et avec une approche d'économie circulaire des molécules de substitution (« drop in ») avec des propriétés parfaitement identiques à celles obtenues par voie pétrochimique, et cela à partir de biomasses non-alimentaires pour ne pas être en concurrence avec l'alimentation humaine. Une décennie de R&D aura permis de développer une plateforme technologique protégée par une famille de 10 brevets basée sur la fermentation anaérobie (sans oxygène). À partir de coproduits issus de l'industrie sucrière (mélasse et pulpe de betterave), le groupe est aujourd'hui capable de produire, avec un rendement industriel, une famille de sept acides carboxyliques ainsi qu'un engrais naturel utilisable en agriculture biologique.

Marché / Concurrence

À ~99% issus de la pétrochimie et utilisés au quotidien dans des secteurs très divers (agroalimentaire, textile, lubrifiants, cosmétique...), les acides carboxyliques forment un marché adressable estimé à 13Mds\$ en 2021 et attendu en croissance de +5,7% par an d'ici 2030 (source : Transparency Market Research). Sur ce marché Afyren propose un positionnement réellement différenciant : 1/ fermentation non-OGM 100% naturelle ; 2/ approche zéro déchet ; 3/ multi-produits avec un procédé technologique unique et scalable et 4/ compétitivité-prix vs. industrie pétrochimique.

Stratégie / Perspectives

Le passage au stade industriel a été entamé depuis septembre 2020 avec la construction de la première usine sur la plateforme industrielle de Carling-Saint-Avold. Cette première usine devrait produire 16kt d'acides carboxyliques et 23kt de fertilisants par an après un ramp-up de deux ans post-démarrage T1 2022 et générer ~35M€ de CA 2024 avec un EBITDA >25%. La force de l'offre se traduit par une forte traction commerciale, avec des commandes fermes sur déjà ~65/70% du CA cible et de nombreuses discussions en cours. Cette première usine est opérée par une JV constituée avec des fonds SPI gérés par Bpifrance et représente un investissement de plus de 60M€, financé post-IPO (01/10/2021). Afyren prévoit de bâtir une capacité industrielle en construisant de nouvelles usines et en les détenant cette fois à 100%. Le groupe étudie actuellement des implantations en Amérique du Nord et Asie-Pacifique. Le business model est donc capitalistique par nature mais devrait délivrer des rendements élevés (TRI entre 13,9% et 17,8% selon les hypothèses retenues). Le groupe prévoit de recourir au levier de la dette à hauteur de >60% et ambitionne d'avoir trois usines en vitesse de croisière d'ici 2027 pour une capacité de production de 72kt par an, avec des usines 2 et 3 de taille supérieure (28kt vs 16kt pour la première). Cela doit permettre de dépasser 150M€ de CA tout en générant un EBITDA autour de 30%. Un plan crédibilisé par la forte traction commerciale, l'absence de risque R&D et des aléas industriels réduits (équipements standards, flexibilité du procédé, etc.).

Valorisation

Objectif : 11,9€/action par DCF.

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 13/06/2022 - 08:57 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

AFYREN

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	-	-	2,3	4,0	3,0	3,0	3,0	3,0
var. n/n-1	-	-	-/+	72,2%	-23,9%	0,0%	0,0%	0,0%
var. organique	-	-	-	72,2%	-23,9%	0,0%	0,0%	0,0%
EBE	-	-	0,1	0,4	-1,6	-2,7	-4,2	-9,1
ROC	-	-	-0,4	-0,2	-2,2	-3,4	-4,9	-15,3
var. n/n-1	-	-	-/-	-/-	+/-	-/-	-/-	+/-
ROP	-	-	-0,3	0,2	-2,2	-3,4	-4,9	-15,3
RCAI	-	-	-1,8	-2,1	-3,6	-8,0	-5,0	-13,3
IS	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN Pdg publié	-	-	-1,8	-2,1	-3,6	-8,0	-5,0	-13,3
RN Pdg corrigé	-	-	-1,9	-2,5	-3,6	-8,0	-5,0	-13,3
var. n/n-1	-	-	-/-	-/-	-/-	+/-	-/-	+/-
Tmva CA 2019 / 2023e	7,0%	-	-	-	-	-	-	-
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	-	-	-14,3%	3,9%	ns	ns	ns	ns
Marge nette (%)	-	-	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Taux IS (%)	-	-	0,0%	-0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Frais de personnel / CA (%)	-	-	75,7%	68,1%	110,8%	168,3%	216,8%	379,8%
CA/effectif (K€)	-	-	166	200	117	-	-	-
var. n/n-1	-	-	-/+	20,5%	-41,5%	-	-	-
Effectif moyen	-	-	14	20	26	-	-	-
var. n/n-1	-	-	-/+	42,9%	30,0%	-	-	-
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	-	-	5,5	19,6	77,9	69,8	64,8	51,5
Dettes financières nettes	-	-	0,6	-0,6	-59,3	-51,2	-21,9	-13,8
Autres	-	-	7,1	6,1	4,9	4,9	4,9	4,9
Capitaux investis	-	-	13,2	25,0	23,4	23,5	47,9	42,6
Immobilisations nettes	-	-	13,5	25,6	24,2	23,9	48,3	43,1
dont écarts d'acquisition	-	-	4,0	4,0	3,8	3,8	3,8	3,8
dont financières	-	-	9,4	21,2	20,2	20,2	20,2	20,2
BFR	-	-	-0,3	-0,5	-0,8	-0,4	-0,4	-0,4
Actif économique	-	-	13,2	25,0	23,4	23,5	47,9	42,6
Gearing (%)	-	-	10,6%	-3,1%	-76,2%	-73,3%	-33,8%	-26,8%
BFR/CA (%)	-	-	-14,9%	-13,6%	-26,5%	-13,6%	-13,6%	-13,6%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	7,1	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	-	-	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROACE (%) après IS normé	-	-	-	ns	ns	ns	ns	ns
Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-	-	0,1	0,6	-1,3	-7,4	-4,3	-7,2
Variation BFR	-	-	-0,9	-1,0	-1,4	-0,4	0,0	0,0
Investissements industriels	-	-	-0,3	-0,5	-0,3	-0,4	-25,0	-0,9
% du CA	-	-	14,6%	12,2%	11,4%	12,0%	823,5%	29,6%
Cash Flow Libre	-	-	-1,1	-0,9	-3,1	-8,1	-29,3	-8,1
Cessions d'actifs	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-	-	0,1	2,6	61,6	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-	-	-0,4	-0,3	-0,8	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	-	-	0,1	15,8	61,6	0,0	0,0	0,0
Autres	-	-	0,0	-0,3	1,0	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-	-	0,6	-1,2	-58,7	8,1	29,3	8,1
Dettes financières nettes	-	-	0,6	-0,6	-59,3	-51,2	-21,9	-13,8

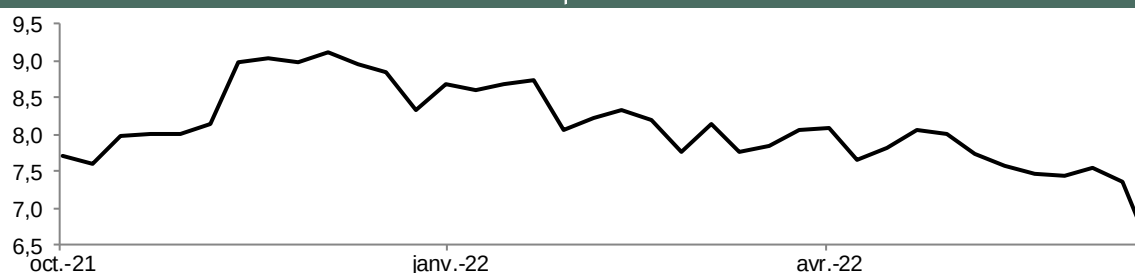
AFYREN

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-	-	-0,92	-0,12	-0,14	-0,31	-0,19	-0,52
var. n/n-1	-	-	- -/-	- -/-	- -/-	+ /++	- -/-	+ /++
CFPA	-	-	0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3
ANPA	-	-	2,8	1,1	3,0	2,7	2,5	2,0
Dividende net (versé en n+1)	-	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	ns							

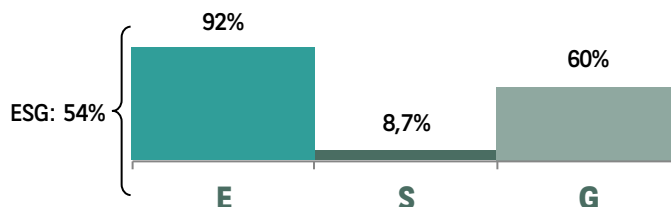
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	-	-	-	-	ns	ns	ns	ns
PCF (x)	-	-	-	-	ns	ns	ns	ns
PAN (x)	-	-	-	-	2,8	2,5	2,7	3,4
VE/CA (x)	-	-	-	-	ns	ns	ns	ns
VE/EBE (x)	-	-	-	-	ns	ns	ns	ns
VE/ROP (x)	-	-	-	-	ns	ns	ns	ns
Free Cash Flow Yield (%)	-	-	-	-	-1,4%	-4,7%	-16,8%	-4,7%
Rendement (%)	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	-	-	-	-	218,0	174,2	174,2	174,2
Valeur d'Entreprise (VE)	-	-	-	-	158,6	122,9	152,2	160,4
Cours de référence (€)	-	-	-	-	8,5	6,8	6,8	6,8
Nb de titres (Mio)	-	-	1,939	17,476	25,762	25,762	25,762	25,762
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	01/10/2021							
Cours d'introduction ajusté	8,0 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	24
CA T1	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-
CA S1	-	-	-	-	-	-
ROP S1	-	-	-	-	-	-
RN pdg corrigé S1	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle S1	-	-	-	-	-	-
Marge nette S1	-	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-
CA S2	-	-	-	-	-	-
ROP S2	-	-	-	-	-	-
RN pdg corrigé S2	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle S2	-	-	-	-	-	-
Marge nette S2	-	-	-	-	-	-
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-
CA S1	-	-	-	-	-	-
CA S2	-	-	-	-	-	-
ROP S1	-	-	-	-	-	-
ROP S2	-	-	-	-	-	-

Historique de cours



AFYREN



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	Oui	Oui	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	ND	Oui	Oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	ND	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	ND	Non	Non	
Certification 14001	ND	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	33%	Indicateur non calculable du fait de la taille réduite de l'effectif.
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	ND	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	ND	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	ND	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	ND	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	ND	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	ND	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	ND	5	5	
<i>dont indépendants</i>	ND	1	1	
<i>dont femmes</i>	ND	0	0	
Administrateur représentant les salariés au CA	ND	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	ND	Oui	Oui	
Comité des risques	ND	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	ND	Non	Non	
Comité RSE	ND	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	ND	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	ND	22%	22%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	ND	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	ND	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	90%	31%	Prestations directement liées à la mission du commissaire aux comptes d'un montant de 132K€ (soit 69%) en 2021 correspondant aux honoraires liés à l'IPO.



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

AKWEL
Industrie



Cours : 16,10€ 14 Juin 2022

Objectif : 26,10€

ACHETER (1)
Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0000053027 / AKW
Reuters / Bloomberg AKW.PA / AKW-FP
Indice CAC Small
Eligibilité PEA-PME Non

Capitalisation (M€) **430,5**
Flottant (%) 30,3%
Nbre de Titres (Mio) 26,741
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Famille Coutier 69,7%
Flottant 30,3%

	21	22e	23e
PER	13,0	8,8	7,8
PCF	7,2	4,6	4,2
VE/CA	0,6	0,3	0,2
VE/ROP	7,8	4,4	3,5
PAN	1,2	0,7	0,7
Rendement	1,8%	2,8%	2,2%
Free Cash Flow Yield	8,6%	10,3%	8,4%
ROACE	10,7%	9,4%	10,4%

CA	922,5	962,2	1 030,2
CA précédent	922,5	962,2	1 030,2
var. n/n-1	-1,6%	4,3%	7,1%
EBE	117,0	111,2	123,5
ROC	75,2	66,9	76,2
% CA	8,2%	7,0%	7,4%
ROP	70,4	65,0	74,1
% CA	7,6%	6,8%	7,2%
RN Pdg publié	51,2	48,9	55,3
% CA	5,5%	5,1%	5,4%

BNPA	1,91	1,83	2,07
BNPA précédent	1,91	1,83	2,07
var. n/n-1	-40,2%	-4,3%	13,0%
BNPA Cor	1,91	1,83	2,07
ANPA	21,3	22,7	24,4
Dividende net	0,45	0,35	0,39

DFN	-108,6	-140,8	-167,8

Jeremy Sallée, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30
jeremy.sallee@bnpparibas.com

Des résultats toujours solides dans un environnement difficile

Activité

Fondée en 1972 par les frères COUTIER, la société COUTIER SA spécialisée dans la plasturgie fusionne en 1989 avec le bureau d'étude MGI pour donner MGI COUTIER qui sera renommée AKWEL en 2018. Le groupe, dirigé par Mathieu Coutier, fils d'André (fondateur) est un équipementier automobile de rang 1 qui conçoit, fabrique et vend des composants, sous ensembles ou fonctions complètes au travers de deux grandes familles de produits, à savoir, le Management des fluides (~85% CA) et les Mécanismes (~15% CA).

Marché / Concurrence

Son catalogue de produits contient des milliers de références. Le groupe doit faire face à une multitude de concurrents et détient selon ses propres estimations une part de marché moyenne < à 5%. Il explique cela par la diversification du portefeuille de fournisseurs opérée par les constructeurs afin d'éviter tout risque de dépendance et de rupture d'approvisionnement. Le groupe est parfois en concurrence avec des groupes de taille supérieure mais il a l'avantage de la maîtrise de plusieurs matières, ses concurrents étant souvent spécialisés sur une seule matière. Les dépenses de R&D ont renforcé significativement son expertise et réduit les coûts de production afin d'offrir un prix toujours plus compétitif à ses clients. Enfin, le groupe a développé à l'aide de croissance organique et externe son maillage industriel afin de profiter de la croissance des pays développés comme des pays émergents.

Stratégie / Perspectives

Dans un marché automobile en pleine révolution qui voit l'émergence de nouveaux acteurs et de nouvelles motorisations, Akwel met tout en œuvre pour accompagner ses 9 clients stratégiques (30 marques). Ceci se traduit par une présence mondiale (30 sites industriels dans 20 pays) et des efforts R&D représentant près de 6% de son CA. Les lignes de produits les plus exposées aux mobilités de demain (Refroidissement, Air & Huile) sont les plus dynamiques et celles qui permettent à Akwel de surperformer régulièrement la production automobile mondiale (de près de 5pts par an ces 3 dernières années). Dans un contexte de marché particulièrement chahuté depuis la crise sanitaire, Akwel fait figure de véritable ovni dans le secteur en affichant ces deux dernières années des niveaux de rentabilité et de FCF records (ROC 2020 +23% MOC 2020 12,1% +3,7pts; ROC 2021 -18% vs 2019 MOC 2021 8,2% -0,2pt vs 2019; 190M€ FCF cumulés entre 2020 et 2021). Dans un marché toujours difficile et offrant peu de visibilité, Akwel se montre prudent et table en 2022 sur une croissance modérée de son CA avec un retour à la croissance sur la seconde partie de l'année. Les marges souffriront de l'inflation des intrants. Fort d'une santé financière solide, le groupe continue d'investir dans le développement de nouveaux produits à destination des véhicules électriques et hydrogènes et reste attentif aux opportunités de croissance externe.

Valorisation

Akwel devrait continuer de bénéficier de son agilité et de son excellence opérationnelle démontrée ces deux dernières années. Sur ces niveaux de valorisation, le risk/reward nous paraît particulièrement attractif.

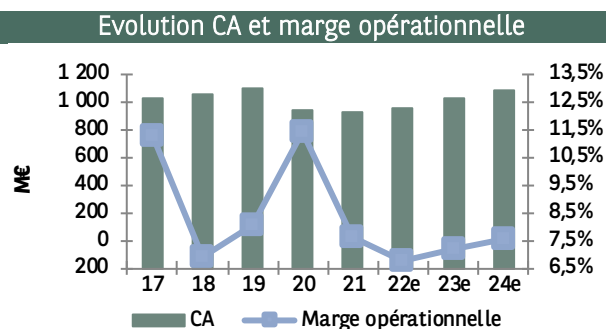
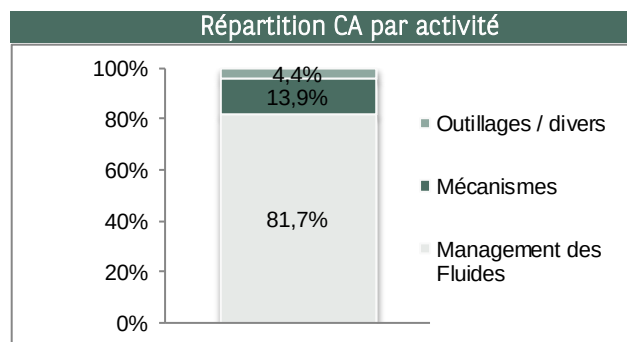
La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 10/06/2022 - 16:06 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

AKWEL

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	1 024,2	1 062,2	1 101,2	937,2	922,5	962,2	1 030,2	1 083,7
var. n/n-1	6,3%	3,7%	3,7%	-14,9%	-1,6%	4,3%	7,1%	5,2%
var. organique	8,9%	9,4%	4,4%	-10,9%	2,8%	6,3%	7,1%	5,2%
EBE	145,3	124,6	130,3	175,3	117,0	111,2	123,5	134,8
ROC	115,1	77,4	92,2	113,7	75,2	66,9	76,2	84,3
var. n/n-1	3,6%	-32,8%	19,0%	23,4%	-33,8%	-11,1%	13,8%	10,7%
ROP	115,4	73,1	88,9	107,0	70,4	65,0	74,1	82,1
RCAI	113,5	70,9	86,7	105,0	69,7	65,0	74,1	82,1
IS	-28,6	-9,2	-23,3	-20,2	-16,3	-16,2	-18,5	-20,5
RN Pdg publié	84,8	61,1	62,7	85,5	51,2	48,9	55,3	61,3
RN Pdg corrigé	84,8	61,1	62,7	85,5	51,2	48,9	55,3	61,3
var. n/n-1	-1,8%	-28,0%	2,6%	36,4%	-40,2%	-4,3%	13,0%	10,9%
Tmva CA 2019 / 2023e	-1,7%							
Marge brute (%)	55,4%	54,2%	53,9%	56,5%	54,0%	53,5%	54,0%	54,5%
Marge opérationnelle (%)	11,3%	6,9%	8,1%	11,4%	7,6%	6,8%	7,2%	7,6%
Marge nette (%)	8,3%	5,8%	5,7%	9,1%	5,5%	5,1%	5,4%	5,7%
Taux IS (%)	25,2%	13,0%	26,9%	19,3%	23,4%	25,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	-27,5%	-28,5%	-28,1%	-26,1%	-27,7%	-28,6%	-28,9%	-28,9%
CA/effectif (K€)	94	90	93	84	95	-	-	-
var. n/n-1	-4,1%	-4,1%	2,8%	-9,7%	14,0%	-	-	-
Effectif moyen	10 887	11 769	11 871	11 191	9 661	-	-	-
var. n/n-1	10,8%	8,1%	0,9%	-5,7%	-13,7%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	409,3	453,1	506,2	539,6	569,8	606,7	652,7	703,5
Dettes financières nettes	25,3	40,6	24,0	-69,5	-108,6	-140,8	-167,8	-203,7
Autres	33,0	40,9	53,7	73,2	69,8	69,8	69,8	69,8
Capitaux investis	467,8	535,5	585,4	544,9	532,4	536,9	556,2	571,3
Immobilisations nettes	307,0	343,5	359,9	325,0	308,0	304,2	308,3	312,0
dont écarts d'acquisition	52,8	47,9	46,1	37,8	35,8	35,8	35,8	35,8
dont financières	9,6	11,9	8,3	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
BFR	170,5	203,9	233,7	227,4	231,9	240,3	255,4	266,8
Actif économique	467,8	535,5	585,4	544,9	532,4	536,9	556,2	571,3
Gearing (%)	6,2%	8,9%	4,7%	-12,8%	-19,0%	-23,2%	-25,6%	-28,9%
BFR/CA (%)	16,6%	19,2%	21,2%	24,3%	25,1%	25,0%	24,8%	24,6%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,2	0,3	0,2	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	20,7%	13,5%	12,4%	15,9%	9,0%	8,1%	8,5%	8,7%
ROACE (%) après IS normé	19,6%	13,4%	12,0%	16,2%	10,7%	9,4%	10,4%	11,2%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	113,7	112,8	107,3	154,4	92,5	93,0	103,0	112,1
Variation BFR	-28,6	-39,5	-30,6	7,7	-6,8	-8,3	-15,2	-11,4
Investissements industriels	-87,3	-76,3	-50,1	-33,1	-28,9	-40,4	-51,5	-54,2
% du CA	8,5%	7,2%	4,5%	3,5%	3,1%	4,2%	5,0%	5,0%
Cash Flow Libre	-2,2	-2,9	26,6	129,1	56,8	44,2	36,3	46,5
Cessions d'actifs	1,0	0,7	0,9	0,6	0,3	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,1	-3,3	-0,4	-1,5	-1,5	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-8,0	-8,0	-8,0	-5,5	-12,0	-12,0	-9,3	-10,5
Augmentation de capital	-	-	-	-	-	-	-	-
Autres	21,3	28,8	-2,5	-29,2	-4,5	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	12,0	15,2	-16,6	-93,5	-39,1	-32,2	-27,0	-36,0
Dettes financières nettes	25,3	40,6	24,0	-69,5	-108,6	-140,8	-167,8	-203,7



AKWEL

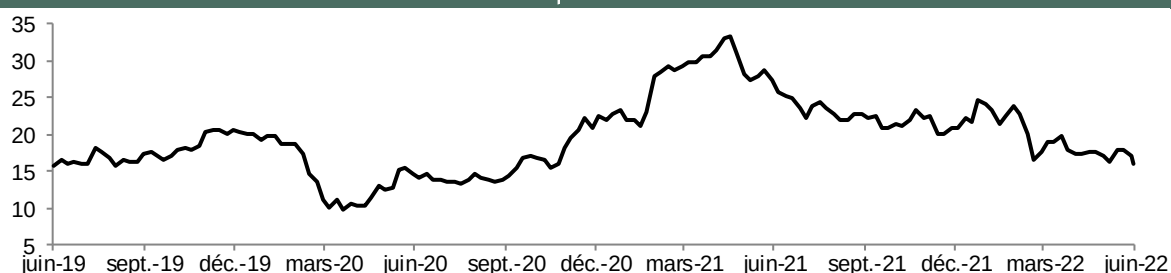
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	3,17	2,29	2,34	3,20	1,91	1,83	2,07	2,29
var. n/n-1	-1,8%	-28,0%	2,6%	36,4%	-40,2%	-4,3%	13,0%	10,9%
CFPA	4,3	4,2	4,0	5,8	3,5	3,5	3,9	4,2
ANPA	15,3	16,9	18,9	20,2	21,3	22,7	24,4	26,3
Dividende net (versé en n+1)	0,30	0,30	0,20	0,45	0,45	0,35	0,39	0,44
Payout (%)	9,5%	13,1%	8,3%	14,1%	23,5%	19,0%	19,0%	19,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	-3,1%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	-1,0%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	10,6	10,8	7,2	4,9	13,0	8,8	7,8	7,0
PCF (x)	7,9	5,9	4,2	2,7	7,2	4,6	4,2	3,8
PAN (x)	2,2	1,5	0,9	0,8	1,2	0,7	0,7	0,6
VE/CA (x)	0,9	0,7	0,4	0,4	0,6	0,3	0,2	0,2
VE/EBE (x)	6,3	5,6	3,6	1,9	4,7	2,5	2,1	1,6
VE/ROP (x)	8,0	9,5	5,3	3,2	7,8	4,4	3,5	2,7
Free Cash Flow Yield (%)	-0,2%	-0,4%	5,9%	31,1%	8,6%	10,3%	8,4%	10,8%
Rendement (%)	0,9%	1,2%	1,8%	1,3%	1,8%	2,8%	2,2%	2,4%
Capitalisation (M€)	901,3	662,9	452,1	415,4	663,9	430,5	430,5	430,5
Valeur d'Entreprise (VE)	917,2	692,6	469,3	340,0	549,2	283,4	256,7	221,0
Cours de référence (€)	33,7	24,8	16,9	15,5	24,8	16,1	16,1	16,1
Nb de titres (Mio)	26,741	26,741	26,741	26,741	26,741	26,741	26,741	26,741
Nb de titres corrigé (Mio)	26,737	26,737	26,736	26,735	26,735	26,735	26,735	26,735
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	23/11/2006							
Cours d'introduction ajusté	-							

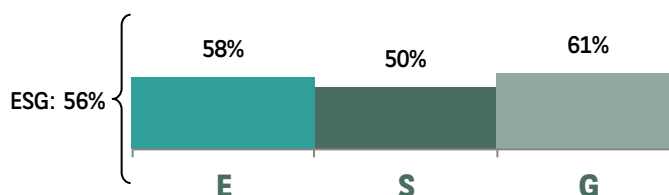
Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	270,6	280,2	293,0	273,5	273,3	245,8
CA T2	264,1	279,0	273,5	113,6	214,3	
CA S1	534,7	559,3	566,5	387,0	487,6	
ROP S1	67,5	57,5	46,6	25,2	50,8	
RN pdg corrigé S1	48,5	45,7	35,4	20,2	38,0	
Marge opérationnelle S1	12,6%	10,3%	8,2%	6,5%	10,4%	
Marge nette S1	9,1%	8,2%	6,3%	5,2%	7,8%	
CA T3	228,9	240,6	259,8	262,0	211,5	
CA T4	260,6	262,2	274,9	288,2	223,5	
CA S2	489,5	502,9	534,7	550,2	434,9	
ROP S2	47,9	15,6	42,3	81,8	19,6	
RN pdg corrigé S2	36,3	15,4	27,3	65,3	13,1	
Marge opérationnelle S2	9,8%	3,1%	7,9%	14,9%	4,5%	
Marge nette S2	7,4%	3,1%	5,1%	11,9%	3,0%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	11,4%	3,5%	4,6%	-6,7%	-0,1%	-10,1%
CA T2	4,2%	5,6%	-2,0%	-58,5%	88,6%	
CA T3	2,8%	5,1%	8,0%	0,8%	-19,3%	
CA T4	6,5%	0,6%	4,8%	4,8%	-22,4%	
CA S1	7,8%	4,6%	1,3%	-31,7%	26,0%	
CA S2	4,7%	2,7%	6,3%	2,9%	-21,0%	
ROP S1	14,6%	-14,7%	-18,9%	-46,0%	+ / ++	
ROP S2	-15,3%	-67,5%	+ / ++	93,4%	-76,0%	

Historique de cours



AKWEL



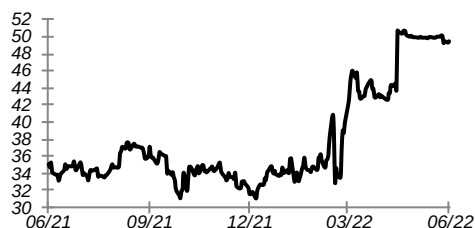
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	88,4	69,9	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	41%	42%	42%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	1,4%	1,4%	1,6%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	5,1%	5,7%	5,3%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	8,4	8,4	6,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	6	7	7	
<i>dont indépendants</i>	1	1	1	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	92%	97%	97%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	82%	82%	82%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	23,4	24,1	17,87	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	91%	97%	98%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

ALBIOMA

Energie



Cours : 49,46€

14 Juin 2022

Objectif : 50,00€

CONSERVER (3)

contre Renforcer (2)

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000060402 / ABIO
Reuters / Bloomberg	ABIO.PA / ABIO:FP
Indice	CAC Small
Eligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	1 596,8
Flottant (%)	64,0%
Nbre de Titres (Mio)	32,285
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Impala	6,0%
COFEPP	6,0%
BPI France + CDC	10,0%
Brown Capital	7,0%

	21	22e	23e
PER	21,0	29,3	24,9
PCF	6,6	14,8	9,2
VE/CA	3,7	4,4	4,2
VE/ROP	16,5	20,7	19,0
PAN	2,5	3,2	3,0
Rendement	2,1%	1,7%	1,7%
Free Cash Flow Yield	1,0%	-0,4%	-2,8%
ROACE	5,7%	5,8%	6,2%

CA	573,3	598,0	643,6
CA précédent	573,3	598,5	644,4
var. n/n-1	13,1%	4,3%	7,6%
EBE	214,8	217,9	242,2
ROC	114,6	126,1	142,0
% CA	20,0%	21,1%	22,1%
ROP	128,3	126,1	142,0
% CA	22,4%	21,1%	22,1%
RN Pdg publié	59,0	56,1	66,0
% CA	10,3%	9,4%	10,3%

BNPA	1,78	1,69	1,99
BNPA précédent	1,76	1,68	1,98
var. n/n-1	9,3%	-4,9%	17,6%
BNPA Cor	1,78	1,69	1,99
ANPA	15,1	15,6	16,5
Dividende net	0,84	0,85	0,99

DFN	850,0	936,7	1 020,3

Nicolas Royot, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
nicolas.royot@bnpparibas.com

Une offre de KKR

Activité

Albioma est un producteur d'électricité de base, caractérisé par son positionnement géographique (DOM, Brésil) et par les sources d'énergie utilisées (bagasse, charbon, bois, solaire). Grâce à son implantation historique en outre-mer, Albioma dispose d'une ressource locale, la bagasse (résidu de la canne à sucre) qu'il peut utiliser cinq à six mois par an (combustion de charbon et de bois le reste de l'année). Les centrales thermiques représentent 889MW (86%) sur les 1 029MW exploités, le solaire 109MW (11%) et la géothermie 31MW (3%).

Marché / Concurrence

Le positionnement du groupe est historiquement important dans les DOM, avec des parts de marché de 29% en Guadeloupe, 18% à la Martinique, 40% à la Réunion et 45% à l'Île Maurice. Son activité thermique est basée sur des relations étroites avec les partenaires sucriers. Depuis 2014, le groupe s'est implanté au Brésil à travers quatre centrales thermiques bagasse. Albioma est notamment le premier producteur d'énergie photovoltaïque en outre-mer français.

Stratégie / Perspectives

Le développement d'Albioma est axé sur le cœur de métier historique du groupe, la production thermique d'électricité. La poursuite des investissements et les nouveaux gisements identifiés vont tirer les résultats pour les prochaines années. Plusieurs leviers sont identifiés et une enveloppe d'investissements de 600 à 800M€ est prévue d'ici 2025 : 1/ la conversion des autres unités (Bois Rouge, Le Gol...) qui représente environ la moitié des capex prévus. La mutation du groupe vers le renouvelable, avec une part des ENR dans le mix énergétique d'Albioma de >80% en 2023, >90% en 2025 et près de 100% en 2030 s'accompagne également d'investissements significatifs mais bien rémunérés (TRI ≈15%) à travers la hausse de la prime fixe. Dans certains cas, la prolongation du contrat d'achat de vente d'électricité (exemple : de 2027 à 2043 pour ABR1 à La Réunion) augmente la valeur des actifs. La conversion des centrales Le Gol et Albioma Le Moule 1 et 2 sont prévues pour une mise en service en 2023/2024 ; 2/ le développement en géothermie, après deux acquisitions récentes en Turquie ; 3/ la poursuite des projets en solaire, à hauteur de 30 à 50M€ par an (40MWc de projets solaires sécurisés) ; 4/ de nouvelles capacités en biomasse (Mayotte, Guyane, Brésil ?) ; 5/ des projets dans les CSR (combustibles solides de récupération).

En avril, KKR et Albioma ont annoncé un accord pour un projet d'OPA amicale, sur un prix d'offre de 50€ par action, auquel s'ajoute 0,84€ de dividende. Par rapport au cours de l'action Albioma le 7 mars 2022 avant rumeurs de marché (33,54€), l'offre représente une prime de 51,6%, et de 46,6 % par rapport au VWAP 3 mois. La réalisation de l'opération sera soumise à une condition d'acceptation minimale d'obtention de 50,01% du capital et des droits de votes. En cas d'obtention de 90% du capital et des droits de vote, KKR a l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Valorisation

Le dénouement de l'offre sera le principal newsflow des prochaines semaines.

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 13/06/2022 - 09:19 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

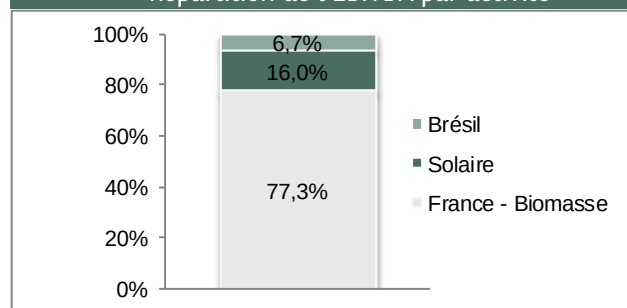
ALBIOMA

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	403,2	428,3	505,7	506,7	573,3	598,0	643,6	732,9
var. n/n-1	9,6%	6,2%	18,1%	0,2%	13,1%	4,3%	7,6%	13,9%
var. organique	9,6%	6,2%	18,1%	0,2%	13,1%	4,3%	7,6%	13,9%
EBE	138,4	162,6	182,9	206,4	214,8	217,9	242,2	253,7
ROC	80,0	103,3	108,0	117,0	114,6	126,1	142,0	141,3
var. n/n-1	-4,9%	29,0%	4,6%	8,3%	-2,0%	10,0%	12,6%	-0,5%
ROP	83,3	102,8	105,9	119,7	128,3	126,1	142,0	141,3
RCAI	58,5	83,5	77,9	88,5	95,5	92,1	105,7	101,4
IS	-11,9	-29,9	-23,7	-26,1	-24,2	-24,1	-27,6	-26,7
RN Pdg publié	39,7	44,1	44,1	53,4	59,0	56,1	66,0	62,4
RN Pdg corrigé	39,7	40,6	44,1	53,4	59,0	56,1	66,0	62,4
var. n/n-1	20,3%	2,3%	8,5%	21,0%	10,6%	-4,9%	17,6%	-5,5%
Tmva CA 2019 / 2023e	6,2%							
Marge brute (%)	71,0%	67,5%	68,8%	72,4%	68,0%	70,5%	71,4%	67,5%
Marge opérationnelle (%)	20,7%	24,0%	20,9%	23,6%	22,4%	21,1%	22,1%	19,3%
Marge nette (%)	9,9%	9,5%	8,7%	10,5%	10,3%	9,4%	10,3%	8,5%
Taux IS (%)	20,3%	35,9%	30,4%	29,4%	25,3%	26,1%	26,1%	26,3%
Frais de personnel / CA (%)	11,2%	10,7%	10,9%	11,1%	10,5%	11,1%	10,8%	10,0%
CA/effectif (K€)	869	899	905	860	846	-	-	-
var. n/n-1	5,9%	3,5%	0,6%	-4,9%	-1,7%	-	-	-
Effectif moyen	464	476	559	589	678	-	-	-
var. n/n-1	3,5%	2,7%	17,4%	5,4%	15,1%	-	-	-

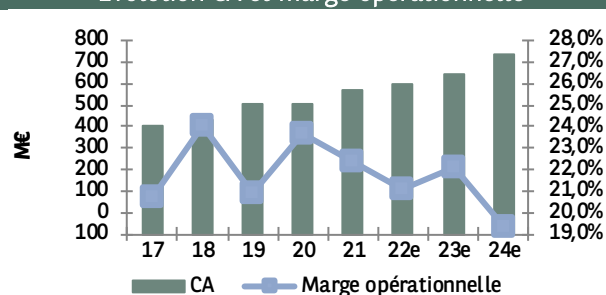
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	388,8	408,5	425,1	442,6	502,9	519,4	547,5	567,2
Dettes financières nettes	611,0	745,5	771,4	771,2	850,0	936,7	1 020,3	1 149,3
Autres	88,9	86,2	125,7	146,1	121,4	72,8	72,8	72,8
Capitaux investis	1 167,2	1 324,4	1 417,6	1 449,6	1 570,9	1 637,3	1 761,1	1 922,1
Immobilisations nettes	1 175,6	1 311,2	1 424,1	1 445,2	1 545,1	1 609,2	1 728,9	1 881,9
dont écarts d'acquisition	11,7	24,2	16,9	16,9	15,6	15,6	15,6	15,6
dont financières	23,4	24,0	26,6	22,8	25,7	25,7	25,7	25,7
BFR	15,0	37,2	20,1	27,2	51,5	53,8	57,9	65,9
Actif économique	1 167,2	1 324,4	1 417,6	1 449,6	1 570,9	1 637,3	1 761,1	1 922,1
Gearing (%)	130,8%	151,3%	148,2%	144,9%	141,8%	149,2%	152,7%	164,2%
BFR/CA (%)	3,7%	8,7%	4,0%	5,4%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Dettes financières nettes/EBE (x)	4,4	4,6	4,2	3,7	4,0	4,3	4,2	4,5
ROE (%)	10,2%	10,8%	10,4%	12,1%	11,7%	10,8%	12,1%	11,0%
ROACE (%) après IS normé	5,7%	5,3%	5,5%	5,8%	5,7%	5,8%	6,2%	5,7%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	122,4	137,2	149,6	185,5	188,5	111,3	178,4	187,1
Variation BFR	-1,9	-25,8	23,2	-11,9	-14,4	-2,2	-4,1	-8,0
Investissements industriels	-157,5	-142,9	-148,5	-128,3	-162,2	-116,0	-219,9	-265,4
% du CA	39,1%	33,4%	29,4%	25,3%	28,3%	19,4%	34,2%	36,2%
Cash Flow Libre	-36,9	-31,5	24,4	45,3	11,9	-7,0	-45,6	-86,3
Cessions d'actifs	1,3	-0,5	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,6	-48,6	0,0	-1,3	-24,8	-40,0	0,0	0,0
Dividendes	-15,1	-19,0	-20,2	-21,3	-27,4	-39,7	-37,9	-42,7
Augmentation de capital	0,9	-5,2	0,0	1,6	-4,4	0,0	0,0	0,0
Autres	-12,9	-29,8	-29,6	-24,1	-805,3	-850,0	-936,7	-1 020,3
Variation dettes financières nettes	63,5	134,5	25,9	-0,2	850,0	936,7	1 020,3	1 149,3
Dettes financières nettes	611,0	745,5	771,4	771,2	850,0	936,7	1 020,3	1 149,3

Répartition de l'EBITDA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



ALBIOMA

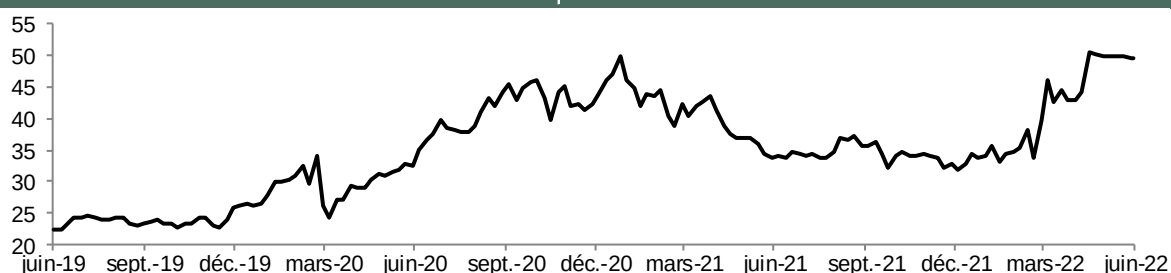
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1,25	1,39	1,37	1,63	1,78	1,69	1,99	1,88
var. n/n-1	16,7%	2,3%	7,2%	18,7%	9,3%	-4,9%	17,6%	-5,5%
CFPA	3,8	4,3	4,6	5,6	5,7	3,3	5,4	5,6
ANPA	12,2	12,8	13,2	13,5	15,1	15,6	16,5	17,1
Dividende net (versé en n+1)	0,60	0,65	0,70	0,80	0,84	0,85	0,99	0,94
Payout (%)	48,1%	50,9%	51,1%	49,2%	47,3%	50,0%	50,0%	50,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	9,8%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	3,7%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	14,9	15,0	16,3	22,4	21,0	29,3	24,9	26,3
PCF (x)	4,8	4,5	4,8	6,4	6,6	14,8	9,2	8,8
PAN (x)	1,5	1,5	1,7	2,7	2,5	3,2	3,0	2,9
VE/CA (x)	3,1	3,3	3,0	3,9	3,7	4,4	4,2	3,9
VE/EBE (x)	8,9	8,6	8,4	9,6	9,9	12,0	11,1	11,2
VE/ROP (x)	14,8	13,6	14,5	16,6	16,5	20,7	19,0	20,1
Free Cash Flow Yield (%)	-6,3%	-5,2%	3,4%	3,8%	1,0%	-0,4%	-2,8%	-5,3%
Rendement (%)	3,1%	3,1%	2,9%	1,9%	2,1%	1,7%	1,7%	2,0%
Capitalisation (M€)	567,7	588,4	691,2	1 152,7	1 195,0	1 585,3	1 585,3	1 585,3
Valeur d'Entreprise (VE)	1 233,9	1 394,3	1 531,4	1 990,9	2 115,9	2 604,8	2 700,4	2 841,8
Cours de référence (€)	18,5	19,2	22,3	36,4	37,3	49,5	49,5	49,5
Nb de titres (Mio)	30,621	30,621	31,011	31,642	32,052	32,052	32,052	32,052
Nb de titres corrigé (Mio)	31,823	31,823	32,212	32,844	33,221	33,221	33,221	33,221
% de la dilution	5,1%	5,1%	5,1%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Date d'introduction	01/01/2001							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	98,8	104,2	115,9	130,9	126,1	160,1
CA T2	98,1	98,1	125,1	119,8	141,6	
CA S1	196,9	202,3	241,0	250,7	267,7	
ROP S1	43,4	45,5	48,2	60,1	55,5	
RN pdg corrigé S1	16,2	20,6	18,2	24,4	23,5	
Marge opérationnelle S1	22,0%	22,5%	20,0%	24,0%	20,7%	
Marge nette S1	8,2%	10,2%	7,6%	9,7%	8,8%	
CA T3	107,2	108,4	133,2	125,8	149,7	
CA T4	99,1	117,6	131,5	130,2	155,9	
CA S2	206,3	226,0	264,7	256,0	305,6	
ROP S2	39,9	57,3	57,7	59,6	72,8	
RN pdg corrigé S2	23,5	20,0	25,9	29,0	35,5	
Marge opérationnelle S2	19,4%	25,4%	21,8%	23,3%	23,8%	
Marge nette S2	11,4%	8,9%	9,8%	11,3%	11,6%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	13,3%	5,5%	11,2%	12,9%	-3,7%	27,0%
CA T2	9,1%	0,0%	27,5%	-4,2%	18,2%	
CA T3	15,3%	1,1%	22,9%	-5,6%	19,0%	
CA T4	0,2%	18,7%	11,8%	-0,9%	19,7%	
CA S1	11,2%	2,7%	19,1%	4,0%	6,8%	
CA S2	7,5%	9,6%	17,1%	-3,3%	19,4%	
ROP S1	7,2%	4,8%	5,9%	24,7%	-7,7%	
ROP S2	7,1%	43,5%	0,6%	3,4%	22,1%	

Historique de cours



ALBIOMA



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	3 963,0	3 738,0	3 002,0	France seulement
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Oui	Oui	Oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	17%	19%	19%	28% des embauches
Index égalité salariale femmes / hommes	75	79	85	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	1,1%	1,5%	1,6%	France seulement
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	79%	78%	83%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	1,5%	6,2%	6,6%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	732	614	855	Y compris FCPE
Taux d'absentéisme	4,0%	3,6%	4,4%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	6,2	13,4	8,1	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Partiel	Partiel	Partiel	Une recommandation non appliquée, sur la quantité minimum d'actions conservée par les mandataires sociaux / explication page 146 du DEU
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	8	8	8	
<i>dont indépendants</i>	6	6	6	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	95%	99%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	61%	6,1%	6,0%	6,0% COFEPP, 6,0% Impala, 5,1% BPI
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	7,8	11,3	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	NA	NA	NA	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	93%	91%	82%	Audit des infos RSE + M,A



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

ALCHIMIE

Marketing _ Media



Cours : 4,10€

14 Juin 2022

Objectif : 3,20€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME

Euronext Growth
FR0014000JX7 / ALCHI
ALCHI.PA / ALCHI FP
Euronext GROWTH

Oui

Capitalisation (M€)
Flottant (%)
Nbre de Titres (Mio)
Date de clôture

18,1
24,0%
4,415
31-Déc

Actionnariat

HLD
Nicolas D'Hueppe
Management
Public

53,0%
16,6%
6,1%
24,0%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	36,5
PCF	ns	17,6	21,8
VE/CA	2,0	0,9	0,9
VE/ROP	ns	ns	20,6
PAN	ns	ns	ns
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-11,9%	1,9%	2,0%
ROACE	ns	1,4%	24,9%

CA	32,2	21,6	21,8
CA précédent	32,2	21,6	21,7
var. n/n-1	11,3%	-33,0%	0,7%
EBE	-6,7	1,6	1,5
ROC	-8,6	0,1	0,9
% CA	-26,6%	0,3%	4,1%
ROP	-8,6	0,1	0,9
% CA	-26,6%	0,3%	4,1%
RN Pdg publié	-9,0	-0,2	0,5
% CA	-28,0%	-0,9%	2,3%

BNPA	-2,06	-0,05	0,11
BNPA précédent	-2,06	-0,03	0,12
var. n/n-1	ns	ns	ns
BNPA Cor	-2,06	-0,05	0,11
ANPA	-0,2	-0,2	-0,1
Dividende net	0,00	0,00	0,00

DFN	1,4	1,1	0,7

Jeremy Sallée, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30
jeremy.sallee@bnpparibas.com

La réorganisation suit son cours

Activité

Alchimie provient à l'origine de Cellfish (ex-pool des services mobiles de Lagardère). Racheté fin 2015 par Nicolas D'Hueppe, CEO de Cellfish depuis 2010 et ex-CEO d'Alchimie, avec le support de la holding HLD, Alchimie naît en 2016 avec la stratégie d'entamer progressivement la mutation de l'activité vers le monde de la SVOD thématique. Cela s'est traduit par la création d'une plateforme technologique Alchimie Studio, de son application Watch-It/TV Player, par l'agrégation de contenus multilingues auprès de plus de 300 ayants droit (Arte, France TV, ZDF, BBC, etc.) et la signature d'accords de distribution avec plus de 60 plateformes (portail d'opérateurs télécoms, Box TV, Smart TV). L'activité d'Alchimie se concentre aujourd'hui sur deux offres : la SVOD (92% CA 2021) qui totalisait à fin 2021 370k abonnés à 130 chaînes coéditées et à l'application TV Player, et l'activité Legacy Conservée, héritage de l'historique de Cellfish en Allemagne (8% CA 2021).

Marché / Concurrence

Le pôle vidéo est favorisé par l'essor des marchés de la SVOD et de l'OTT (marché mondial de la SVOD attendu en croissance de +10% par entre 2020 et 2025). Dans le monde de la SVOD, Alchimie se distingue des acteurs premium (Netflix, Disney +) par son positionnement sur des marchés de niche (SVOD thématique) où le groupe est comparable à des acteurs comme Curiosity Stream, Gaia ou encore Cinedigm.

Stratégie / Perspectives

Suite à un S2 2021 décevant marqué par le départ du CEO/fondateur Nicolas D'Hueppe pour des raisons de santé, par un recul du nombre d'abonnés et par l'échec du modèle de channel factory, Alchimie a fait une croix sur l'ensemble des objectifs présentés lors de l'IPO. L'arrivée de la nouvelle CEO, Pauline Grimaldi d'Esdra, a permis au groupe de se restructurer rapidement (PSE et arrêt des opex marketing) afin d'atteindre rapidement la rentabilité (guidance 22 CA >20M€ et EBITDA positif, 7M€ de trésorerie au 31/12) et d'assurer le financement de la nouvelle réorientation stratégique. Alchimie concentrera désormais ses ressources sur ses marchés (France, Espagne) et chaînes à fort potentiel (14 sur 130 chaînes) ainsi que sur le développement de nouveaux relais de croissance soutenus par 1/ l'édition de chaînes auprès d'entreprise en B2B et 2/ la prestation de services auprès de tiers sans coédition de chaînes (offre Saas compétitive en mettant à disposition la plateforme Alchimie studio et le contenu). Cette offre a vocation à soutenir la croissance dès 2023 et à compenser la perte d'un contrat majeur avec Orange (140k abonnés, CA 2021 4,2M€; soit c.40% de la base abonnés et 14% du CA vidéo groupe) qui sera arrêté en 01/23.

Valorisation

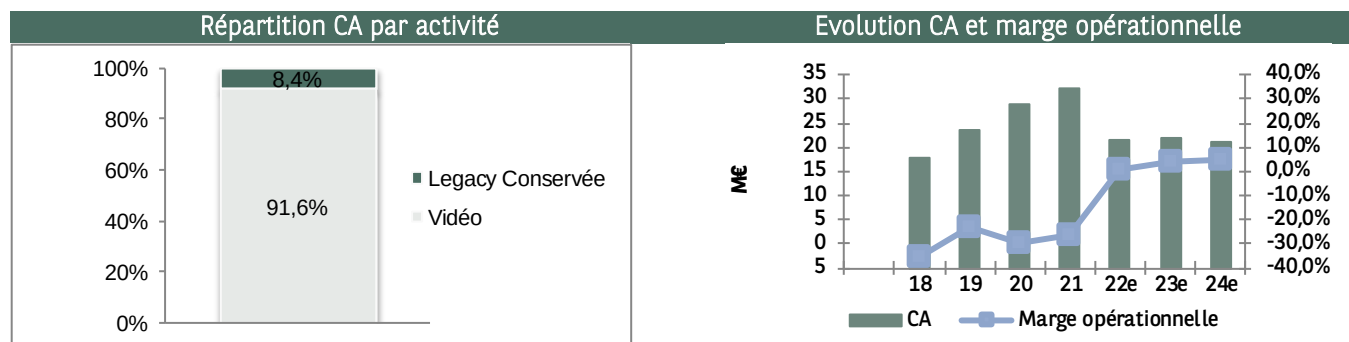
La restructuration rapide nous rassure dans la capacité d'Alchimie à retrouver rapidement la rentabilité et à se donner le temps et les moyens de développer de nouveaux relais de croissance sans faire appel au marché. Les retombées de la nouvelle stratégie de croissance mettront néanmoins du temps à se matérialiser alors qu'un contrat majeur sera prochainement arrêté.

ALCHIMIE

Exploitation	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	-	17,9	23,6	29,0	32,2	21,6	21,8	21,2
var. n/n-1	-	-/+	32,2%	22,5%	11,3%	-33,0%	0,7%	-2,4%
var. organique	-	-	32,2%	22,5%	9,1%	-33,6%	0,7%	-2,4%
EBE	-	-	-	-7,3	-6,7	1,6	1,5	1,5
ROC	-	-6,4	-5,5	-8,6	-8,6	0,1	0,9	1,1
var. n/n-1	-	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-	-/+	+ /++	19,5%
ROP	-	-6,4	-5,5	-8,6	-8,6	0,1	0,9	1,1
RCAI	-	-	-	-9,2	-8,7	-0,2	0,7	0,9
IS	-	-	-	0,5	-0,3	0,0	-0,2	-0,2
RN Pdg publié	-	-	-	-8,6	-9,0	-0,2	0,5	0,6
RN Pdg corrigé	-	-	-	-8,6	-9,0	-0,2	0,5	0,6
var. n/n-1	-	-	-	- -/-	- -/-	- -/-	-/+	29,5%
Tmva CA 2019 / 2023e	-2,0%							
Marge brute (%)	-	54,8%	58,3%	52,4%	51,5%	48,6%	47,9%	46,1%
Marge opérationnelle (%)	-	-35,6%	-23,5%	-29,8%	-26,6%	0,3%	4,1%	5,1%
Marge nette (%)	-	-	-	-29,6%	-28,0%	-0,9%	2,3%	3,0%
Taux IS (%)	-	-	-	5,5%	-3,4%	0,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	-	-36,2%	-30,4%	-29,0%	-32,0%	-27,5%	-27,9%	-29,3%
CA/effectif (K€)	-	-	-	290	252	-	-	-
var. n/n-1	-	-	-	-/+	-13,0%	-	-	-
Effectif moyen	-	-	-	100	128	-	-	-
var. n/n-1	-	-	-	-/+	28,0%	-	-	-

Bilan	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	-	-	-	8,2	-0,8	-1,0	-0,5	0,1
Dettes financières nettes	-	-	-	-5,1	1,4	1,1	0,7	0,3
Autres	-	-	-	2,6	4,5	4,5	4,5	4,5
Capitaux investis	-	-	-	5,7	5,0	4,5	4,6	4,9
Immobilisations nettes	-	-	-	10,2	9,2	8,3	8,2	8,1
dont écarts d'acquisition	-	-	-	1,5	2,0	2,0	2,0	2,0
dont financières	-	-	-	2,0	0,2	0,2	0,2	0,2
BFR	-	-	-	-2,4	-4,0	-3,7	-3,4	-3,1
Actif économique	-	-	-	5,7	5,0	4,5	4,6	4,9
Gearing (%)	-	-	-	-61,7%	-166,0%	-101,9%	-127,0%	320,4%
BFR/CA (%)	-	-	-	-8,4%	-12,5%	-17,0%	-15,8%	-14,5%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	0,6	0,5	0,2
ROE (%)	-	-	-	ns	ns	19,1%	ns	ns
ROACE (%) après IS normé	-	-	-	-	ns	1,4%	24,9%	28,4%

Financement	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-	-	-	-6,5	-4,9	1,0	0,8	0,7
Variation BFR	-	-	-	1,7	1,5	-0,3	-0,2	-0,3
Investissements industriels	-	-	-	-3,2	-2,4	-0,7	-0,5	-0,3
% du CA	-	-	-	11,0%	7,6%	3,2%	2,1%	1,5%
Cash Flow Libre	-	-	-	-10,0	-7,3	0,3	0,4	0,4
Cessions d'actifs	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-	-	-	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	-	-	-	16,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-	-	-	-2,6	0,8	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-	-	-	-3,6	6,5	-0,3	-0,4	-0,4
Dettes financières nettes	-	-	-	-5,1	1,4	1,1	0,7	0,3



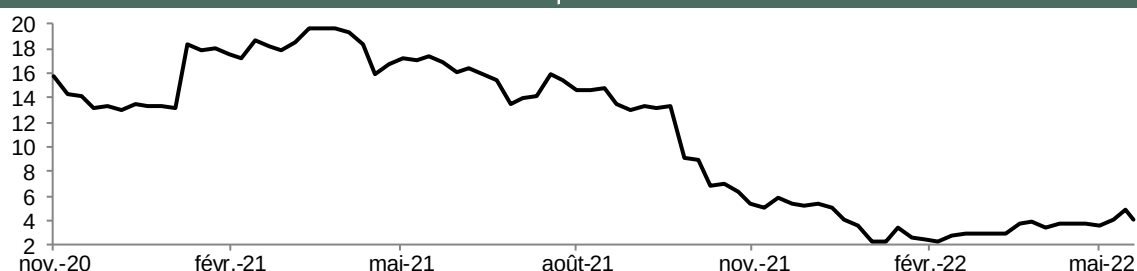
ALCHIMIE

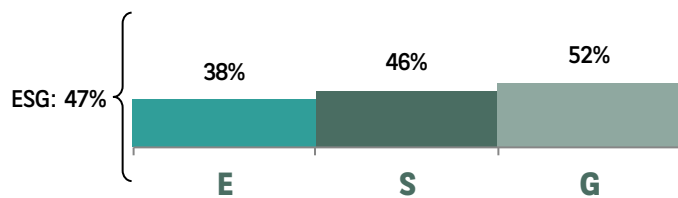
Données par action	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-	-	-	-1,96	-2,06	-0,05	0,11	0,15
var. n/n-1	-	-	-	-/-	-/-	-/-	-/+	29,5%
CFPA	-	-	-	-1,5	-1,1	0,2	0,2	0,2
ANPA	-	-	-	1,9	-0,2	-0,2	-0,1	0,0
Dividende net (versé en n+1)	-	-	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	-	-	-	-	-	-	-	-
Tmva CFPA 2019 / 2023e	-	-	-	-	-	-	-	-

Valorisation	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	-	-	-	ns	ns	ns	36,5	28,2
PCF (x)	-	-	-	ns	ns	17,6	21,8	26,4
PAN (x)	-	-	-	7,3	ns	ns	ns	ns
VE/CA (x)	-	-	-	1,8	2,0	0,9	0,9	0,9
VE/EBE (x)	-	-	-	ns	ns	11,6	12,6	12,4
VE/ROP (x)	-	-	-	ns	ns	ns	20,6	16,9
Free Cash Flow Yield (%)	-	-	-	-16,7%	-11,9%	1,9%	2,0%	2,0%
Rendement (%)	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	-	-	-	60,3	61,8	18,1	18,1	18,1
Valeur d'Entreprise (VE)	-	-	-	53,2	63,0	18,9	18,6	18,2
Cours de référence (€)	-	-	-	13,7	14,0	4,1	4,1	4,1
Nb de titres (Mio)	-	-	-	4,403	4,403	4,403	4,403	4,403
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	4,413	4,413	4,413	4,413	4,413
% de la dilution	-	-	-	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Date d'introduction	27/11/2020							
Cours d'introduction ajusté	16,2 €							

Données intermédiaires	-	18	19	20	21
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA S1	-	-	10,1	13,7	15,6
ROP S1	-	-	-3,6	-4,7	-5,7
RN pdg corrigé S1	-	-	-	-	-5,9
Marge opérationnelle S1	-	-	-35,5%	-34,1%	-36,6%
Marge nette S1	-	-	-	-	-38,0%
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S2	-	-	13,5	15,3	16,6
ROP S2	-	-	-1,9	-4,0	-2,9
RN pdg corrigé S2	-	-	-	-8,6	-3,1
Marge opérationnelle S2	-	-	-14,4%	-25,9%	-17,2%
Marge nette S2	-	-	-	ns	-18,7%
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>					
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S1	-	-	-/+	34,8%	14,3%
CA S2	-	-	-/+	13,2%	8,6%
ROP S1	-	-	-/-	-/-	-/-
ROP S2	-	-	-/-	+/+	-/-

Historique de cours





ALCHIMIE

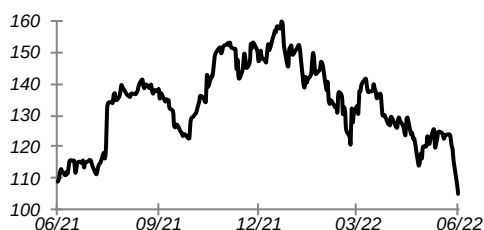
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	Pas adapté
Politique de compensation des émissions CO2	NA	NA	NA	Pas adapté
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	33%	29%	31%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	1,0%	1,0%	0,8%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	72%	35%	29%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	32%	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	2,2%	ND	2,4%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	15,8	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	7	7	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	2	2	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	100%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	ND	53%	53%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Non	Non	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Non	Non	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	47%	100%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

ALTEN

ESN _ Conseil en technologie



Cours : 105,00€ 14 Juin 2022

Objectif : 131,50€

RENFORCER (2)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0000071946 / ATE
Reuters / Bloomberg LTEN.PA / ATE:FP
Indice CAC Mid 60
Éligibilité PEA-PME Non

Capitalisation (M€) **3 614,0**
Flottant (%) 82,0%
Nbre de Titres (Mio) 34,419
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Simon Azoulay 14,9%
Salariés 1,7%
Autocontrôle 1,4%
Public 82,0%

	21	22e	23e
PER	19,6	15,6	15,0
PCF	13,2	10,8	10,6
VE/CA	1,3	1,0	0,9
VE/ROP	13,5	10,2	9,4
PAN	2,9	2,2	1,9
Rendement	0,8%	1,0%	1,0%
Free Cash Flow Yield	3,9%	5,7%	6,5%
ROACE	15,8%	15,6%	15,8%

	2 925,2	3 385,7	3 599,8
CA			
var. n/n-1	25,4%	15,7%	6,3%
EBE	392,3	430,1	439,5
ROC	297,9	328,5	338,7
% CA	10,2%	9,7%	9,4%
ROP	288,2	321,0	333,7
% CA	9,9%	9,5%	9,3%
RN Pdg publié	207,9	231,6	241,0
% CA	7,1%	6,8%	6,7%

	6,05	6,74	7,01
BNPA			
var. n/n-1	107,8%	11,4%	4,0%
BNPA Cor	6,05	6,74	7,01
ANPA	41,3	47,7	54,3
Dividende net	1,00	1,00	1,00
DFN	-219,4	-368,0	-505,9

Maxence Dhoury, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 12
maxence.dhoury@bnpparibas.com

Un titre de qualité dont la valorisation s'est détendue

Activité

Alten est un des leaders mondiaux du conseil en technologies. Le groupe réalise ~75% de son activité sur des projets de R&D externalisée et ~25% sur des projets de services numériques/IT. Le groupe est principalement présent en France (35% CA) et en Europe (40%), de manière moindre en Amérique du Nord (13%) et dans le reste du monde (12%). L'exposition sectorielle est diversifiée avec notamment 24% du CA dans l'IT/Finance, 21% dans l'Automobile, 17% dans l'Aéronautique/Défense, et 13% dans les Télécoms et Médias.

Marché / Concurrence

Structurellement, le conseil en technologies bénéficie de la hausse des budgets R&D provoquée par les différentes ruptures technologiques au sein de la quasi-intégralité des secteurs clients et d'un recours accru aux prestataires externes (accès rapide et flexible à de la compétence ingénieure très convoitée). La crise sanitaire a toutefois durement frappé le secteur du fait de l'importance des clients aéronautiques et automobiles. La normalisation de la demande en provenance de ces secteurs semble toutefois actée au printemps 2022. À titre d'exemple, le marché français a baissé de 12,3% en 2020 avant de rebondir de 5,9% en 2021 et de 6,9% en 2022 selon Numeum.

Stratégie / Perspectives

Alten se distingue par une excellente gestion qui lui procure le rang de meilleur élève du secteur, avec historiquement une forte croissance organique mais aussi une des meilleures rentabilités. La stratégie peut également être qualifiée de prudente, privilégiant les acquisitions ciblées et autofinancées. Encouragé par la crise sanitaire, le management cherche plus que jamais à sécuriser le développement de chaque pays avec comme objectif pour chacun 1/ la taille critique (>2000 ingénieurs), 2/ l'exposition à au moins 3 ou 4 secteurs et enfin 3/ au moins ~30% de l'activité en IT services. Au niveau conjoncturel, le groupe indiquait récemment que le début 2022 était dans la lignée du très bon S2 2021 et qu'il anticipait une rentabilité opérationnelle satisfaisante, sans toutefois la quantifier. Nous continuons de penser que la MOA va légèrement consolider par rapport à la base très exigeante de 2021 (10,9%), notamment avec l'inflation salariale, mais qu'elle restera supérieure à ce qu'elle était avant la crise (10% en moyenne 5y). Avec 219M€ de cash net, le bilan est par ailleurs plus que jamais mobilisable pour poursuivre la politique d'acquisitions ciblées mais régulières.

Valorisation

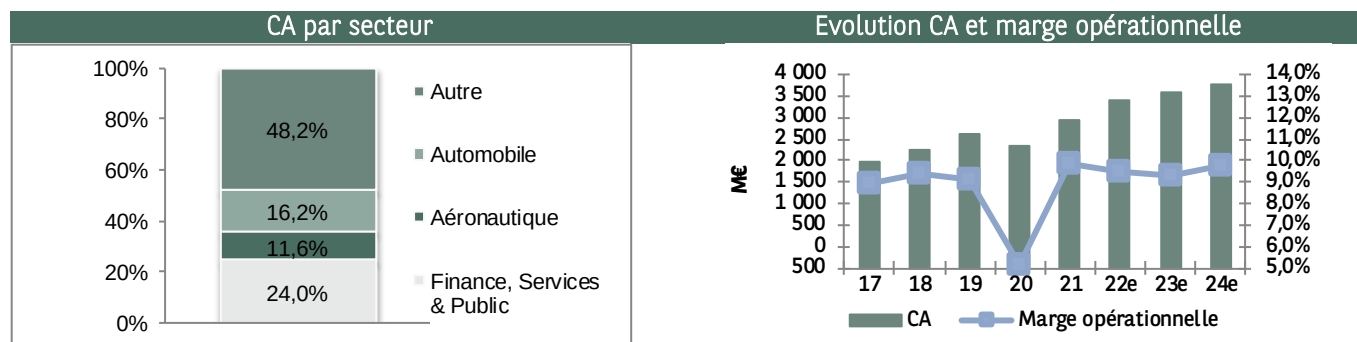
Le titre a selon nous pâti de son statut ces derniers mois, la valorisation paraissant, avec le recul, élevée compte-tenu du changement rapide de l'environnement financier. Cette sous-performance récente est selon nous une opportunité alors que la stratégie reste parfaitement exécutée et que le secteur pourra selon nous compter sur ses forces structurelles et sur le rebond post-covid de l'aéronautique pour compenser en partie le ralentissement économique. Nous sommes à Renforcer (2) avec un objectif de 131,5€ (Peers 118,5€, DCF 132€ + prime ESG de 5%).

ALTEN

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	1 975,4	2 269,9	2 624,0	2 331,9	2 925,2	3 385,7	3 599,8	3 791,8
var. n/n-1	13,0%	14,9%	15,6%	-11,1%	25,4%	15,7%	6,3%	5,3%
var. organique	7,8%	12,5%	10,7%	-12,9%	12,9%	11,6%	6,3%	5,3%
EBE	207,3	239,3	321,2	209,0	392,3	430,1	439,5	475,1
ROC	181,4	217,8	255,5	134,5	297,9	328,5	338,7	373,5
var. n/n-1	5,5%	20,1%	17,3%	-47,3%	+ / ++	10,2%	3,1%	10,3%
ROP	176,6	214,2	238,2	119,2	288,2	321,0	333,7	368,5
RCAI	192,8	212,7	234,8	133,3	286,5	318,2	331,1	366,1
IS	-50,2	-61,2	-77,4	-36,9	-78,6	-86,8	-90,5	-99,8
RN Pdg publié	147,0	157,9	164,2	98,0	207,9	231,6	241,0	266,9
RN Pdg corrigé	148,3	157,9	170,0	98,0	207,9	231,6	241,0	266,9
var. n/n-1	32,0%	6,4%	7,7%	-42,3%	+ / ++	11,4%	4,0%	10,7%
Tmva CA 2019 / 2023e	8,2%							
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	8,9%	9,4%	9,1%	5,1%	9,9%	9,5%	9,3%	9,7%
Marge nette (%)	7,5%	7,0%	6,5%	4,2%	7,1%	6,8%	6,7%	7,0%
Taux IS (%)	26,0%	28,8%	32,9%	27,7%	27,4%	27,3%	27,3%	27,3%
Frais de personnel / CA (%)	71,7%	71,2%	70,9%	73,9%	69,3%	69,1%	69,6%	69,3%
CA/effectif (K€)	76	74	74	66	76	-	-	-
var. n/n-1	-3,5%	-3,2%	0,6%	-11,3%	16,3%	-	-	-
Effectif moyen	26 000	30 850	35 450	35 500	38 300	-	-	-
var. n/n-1	17,1%	18,7%	14,9%	0,1%	7,9%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	832,6	967,6	1 113,8	1 213,6	1 421,4	1 638,6	1 865,2	2 117,7
Dettes financières nettes	-26,6	-12,2	-74,6	-195,5	-219,4	-368,0	-505,9	-670,7
Autres	-35,4	-30,7	135,6	162,8	270,7	248,7	188,2	127,7
Capitaux investis	772,2	929,5	1 174,4	1 180,4	1 472,3	1 519,1	1 547,3	1 574,6
Immobilisations nettes	554,9	619,4	843,9	1 014,9	1 179,9	1 199,8	1 262,2	1 326,5
dont écarts d'acquisition	436,7	494,1	535,6	701,6	888,7	888,7	888,7	888,7
dont financières	82,5	87,3	94,3	113,0	73,5	95,5	156,0	216,5
BFR	299,9	397,4	424,7	278,5	365,9	414,8	441,0	464,6
Actif économique	772,2	929,5	1 174,4	1 180,4	1 472,3	1 519,1	1 547,3	1 574,6
Gearing (%)	-3,2%	-1,3%	-6,7%	-16,1%	-15,4%	-22,5%	-27,1%	-31,7%
BFR/CA (%)	15,2%	17,5%	16,2%	11,9%	12,5%	12,3%	12,3%	12,3%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	17,7%	16,3%	14,7%	8,1%	14,6%	14,1%	12,9%	12,6%
ROACE (%) après IS normé	18,0%	17,9%	15,2%	7,3%	15,8%	15,6%	15,8%	17,2%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	153,1	179,7	240,0	149,4	307,4	333,3	341,9	368,5
Variation BFR	-62,7	-81,5	-18,6	155,7	-78,7	-48,9	-26,2	-23,5
Investissements industriels	-13,8	-16,9	-62,5	-59,0	-68,1	-79,6	-82,8	-85,3
% du CA	0,7%	0,7%	2,4%	2,5%	2,3%	2,4%	2,3%	2,3%
Cash Flow Libre	76,7	81,2	158,9	246,1	160,6	204,9	232,9	259,7
Cessions d'actifs	30,9	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-49,5	-61,9	-64,7	-115,0	-104,5	-21,9	-60,5	-60,5
Dividendes	-33,2	-33,4	-33,4	0,0	-33,9	-34,4	-34,4	-34,4
Augmentation de capital	-0,4	-0,2	1,0	-0,4	0,3	0,0	0,0	0,0
Autres	-2,1	-0,3	0,4	-10,0	1,5	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-22,4	14,4	-62,3	-120,9	-24,0	-148,5	-137,9	-164,8
Dettes financières nettes	-26,6	-12,2	-74,6	-195,5	-219,4	-368,0	-505,9	-670,7



ALTEN

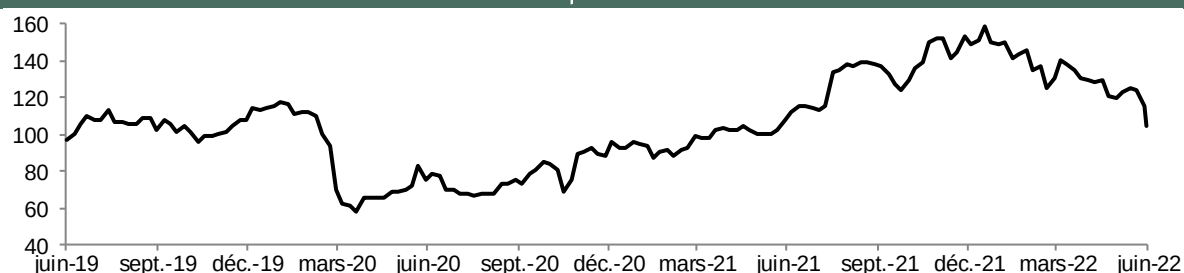
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	4,35	4,67	4,87	2,91	6,05	6,74	7,01	7,76
var. n/n-1	31,4%	6,4%	8,1%	-42,3%	+ / ++	11,4%	4,0%	10,7%
CFPA	4,5	5,3	7,1	4,4	8,9	9,7	9,9	10,7
ANPA	24,6	28,6	33,1	36,0	41,3	47,7	54,3	61,6
Dividende net (versé en n+1)	0,99	0,99	0,00	0,99	1,00	1,00	1,00	0,00
Payout (%)	22,5%	21,2%	0,0%	34,0%	16,5%	14,8%	14,3%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	8,6%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	8,7%							

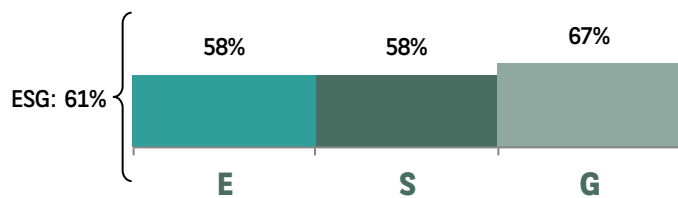
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	16,5	17,7	19,5	28,1	19,6	15,6	15,0	13,5
PCF (x)	16,0	15,5	13,8	18,4	13,2	10,8	10,6	9,8
PAN (x)	2,9	2,9	3,0	2,3	2,9	2,2	1,9	1,7
VE/CA (x)	1,2	1,2	1,3	1,1	1,3	1,0	0,9	0,8
VE/EBE (x)	11,9	11,8	10,3	12,6	9,9	7,6	7,2	6,3
VE/ROP (x)	14,0	13,2	14,0	22,1	13,5	10,2	9,4	8,1
Free Cash Flow Yield (%)	3,1%	2,9%	4,8%	8,9%	3,9%	5,7%	6,5%	7,2%
Rendement (%)	1,4%	1,2%	1,0%	0,0%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%
Capitalisation (M€)	2 454,5	2 790,9	3 364,3	2 800,5	4 070,8	3 614,0	3 614,0	3 614,0
Valeur d'Entreprise (VE)	2 464,0	2 819,7	3 323,6	2 638,9	3 889,4	3 284,2	3 146,3	2 981,6
Cours de référence (€)	72,6	82,5	98,5	81,8	118,4	105,0	105,0	105,0
Nb de titres (Mio)	33,826	33,826	34,153	34,238	34,396	34,419	34,419	34,419
Nb de titres corrigé (Mio)	33,826	33,826	33,693	33,689	34,377	34,377	34,377	34,377
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	-0,2%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%
Date d'introduction	03/02/1999							
Cours d'introduction ajusté	9,9 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	501,4	547,4	643,3	690,1	681,1	894,6
CA T2	482,3	552,5	649,0	550,3	714,2	
CA S1	983,7	1 099,9	1 292,3	1 240,4	1 395,2	
ROP S1	82,1	100,3	108,9	68,7	124,2	
RN pdg corrigé S1	73,3	75,0	76,4	60,6	89,3	
Marge opérationnelle S1	8,3%	9,1%	8,4%	5,5%	8,9%	
Marge nette S1	7,5%	6,8%	5,9%	4,9%	6,4%	
CA T3	468,1	556,4	644,1	524,2	735,1	
CA T4	522,8	613,5	687,6	567,4	794,8	
CA S2	990,9	1 169,9	1 331,7	1 091,5	1 530,0	
ROP S2	93,6	113,8	129,3	50,6	163,9	
RN pdg corrigé S2	74,2	82,8	93,6	37,4	118,6	
Marge opérationnelle S2	9,5%	9,7%	9,7%	4,6%	10,7%	
Marge nette S2	7,5%	7,1%	7,0%	3,4%	7,8%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	19,0%	9,2%	17,5%	7,3%	-1,3%	31,3%
CA T2	7,4%	14,6%	17,5%	-15,2%	29,8%	
CA T3	10,4%	18,9%	15,8%	-18,6%	40,2%	
CA T4	15,2%	17,3%	12,1%	-17,5%	40,1%	
CA S1	13,0%	11,8%	17,5%	-4,0%	12,5%	
CA S2	12,9%	18,1%	13,8%	-18,0%	40,2%	
ROP S1	-5,5%	22,1%	8,6%	-37,0%	80,9%	
ROP S2	32,9%	21,5%	13,6%	-60,9%	+ / ++	

Historique de cours





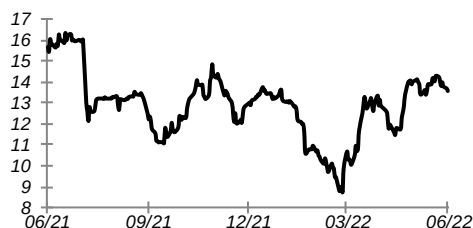
ALTEN

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	4,6	4,9	3,4	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	27%	28%	28%	Moyenne arithmétique des sociétés pour lesquelles le ratio est communiqué
Index égalité salariale femmes / hommes	85	90	90	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	50%	49%	45%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	28%	25%	26%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	Au deuxième niveau (comité de direction) mais pas au premier (comité exécutif)
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	Actions gratuites et FCPE
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	389	534	402	
Taux d'absentéisme	2,4%	2,0%	1,9%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	2,7	1,4	1,7	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	Oui	Middlednext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	9	9	9	
<i>dont indépendants</i>	4	4	4	
<i>dont femmes</i>	4	4	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	95%	100%	99%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	2 réunions par an
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	26%	26%	26%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	NA	NA	NA	Pas de rémunération variable
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	NA	NA	NA	Pas de rémunération variable
Ratio d'équité (salaire médian)	23	63	60	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	Pilotage par la Direction de la Qualité Projet, conformité ISO 9001
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	87%	80%	67%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

ATEME
Technologie



Cours : 13,58€ 14 Juin 2022

Objectif : 19,30€

ACHETER (1)
Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique FR0011992700 / ATEME
Reuters / Bloomberg ATEME.PA / ATEME:FP
Indice CAC Small
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **153,2**
Flottant (%) 64,6%
Nbre de Titres (Mio) 11,278
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Concert Artières 11,0%
Otus Capital 9,4%
Keren Finance 5,3%
Xavier Niel 5,1%

	21	22e	23e
PER	ns	33,3	18,9
PCF	22,2	15,3	11,3
VE/CA	2,2	1,7	1,4
VE/ROP	ns	ns	17,4
PAN	4,2	3,4	2,8
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-3,3%	2,1%	2,9%
ROACE	2,4%	9,2%	14,4%

CA	78,8	92,4	106,2
CA précédent	78,8	89,4	102,0
var. n/n-1	11,4%	17,2%	15,0%
EBE	6,4	10,6	14,4
ROC	1,1	4,9	8,6
% CA	1,4%	5,3%	8,1%
ROP	1,1	4,9	8,6
% CA	1,4%	5,3%	8,1%
RN Pdg publié	1,1	4,6	8,0
% CA	1,4%	4,9%	7,6%

BNPA	0,10	0,41	0,72
BNPA précédent	0,10	0,25	0,46
var. n/n-1	ns	300,8%	76,3%
BNPA Cor	0,10	0,41	0,72
ANPA	3,5	4,0	4,9
Dividende net	0,00	0,00	0,00

DFN	10,3	6,1	0,6

Augustin Socié, Analyste Financier
Maxence Dhoury
+33 (0)2 40 44 94 38
augustin.socie@bnpparibas.com

2022, l'année des synergies

Activité

L'achat d'Anevia par Ateame, finalisé en janvier 2021, permet au groupe d'accélérer sur l'axe stratégique qu'est la diffusion OTT. De cette opération résulte un positionnement d'acteur end-to-end unique dans l'industrie. Grâce à une forte complémentarité produits, le groupe propose une offre totalement intégrée et couvrant l'intégralité de la chaîne de diffusion vidéo, alliant le savoir-faire de compression d'Ateame et les technologies de distribution d'Anevia. D'importantes synergies de ventes sont donc à attendre, en raison d'une base installée de clients plus significative chez Ateame. Le périmètre Anevia devrait également profiter d'une empreinte géographique beaucoup plus diversifiée et davantage tournée vers l'Amérique du Nord, ce dont il a manqué jusqu'ici.

Marché / Concurrence

Actuellement, le secteur est dominé par Harmonic, acteur coté dont la division vidéo représente ~14% du marché. Nous estimons les poids de Mediakind et Synamedia (entreprises non cotées) à ~10% chacune. Le nouveau périmètre d'Ateame représente désormais environ 5% d'un marché qui reste malgré tout assez fragmenté. Le doublement du marché adressable par Ateame grâce aux solutions Anevia (de 1 à 2 milliards de dollars), ainsi que le nombre limité de clients communs entre les deux sociétés, devraient permettre au groupe de continuer à gagner des parts de marché sur ses concurrents plus installés.

Stratégie / Perspectives

Contrairement à l'encodage, dont les investissements sont tirés par le nombre de contenus compressés, la distribution repose sur le nombre de contenus regardés. La dynamique de croissance du CDN tirée par les volumes est donc plus intéressante que celle de l'encodage, qui repose sur le gain de parts de marchés. À court-terme, le management table sur un quasi-doublement du chiffre d'affaires généré par le CDN tous les deux ans, soit une croissance supérieure à 40% par an. Cette dynamique, notamment portée par l'essor des plateformes de VoD, induit un chiffre d'affaires de presque 200M€ en 2028 (vs pro-forma 2020 80,1M€). La marge brute devrait continuer de profiter de ce rapprochement, du fait 1/ que celle d'Anevia étant nettement supérieure (79%, moyenne 5 ans pré-acquisition) à celle d'Ateame (55%, moyenne 5 ans pré-acquisition), et 2/ de la tendance de fond de la virtualisation des têtes de réseau vidéo entamée il y a quelques années. Les conditions semblent réunies pour une hausse pérenne de la marge opérationnelle, que nous projetons à 16% à horizon 2026.

Valorisation

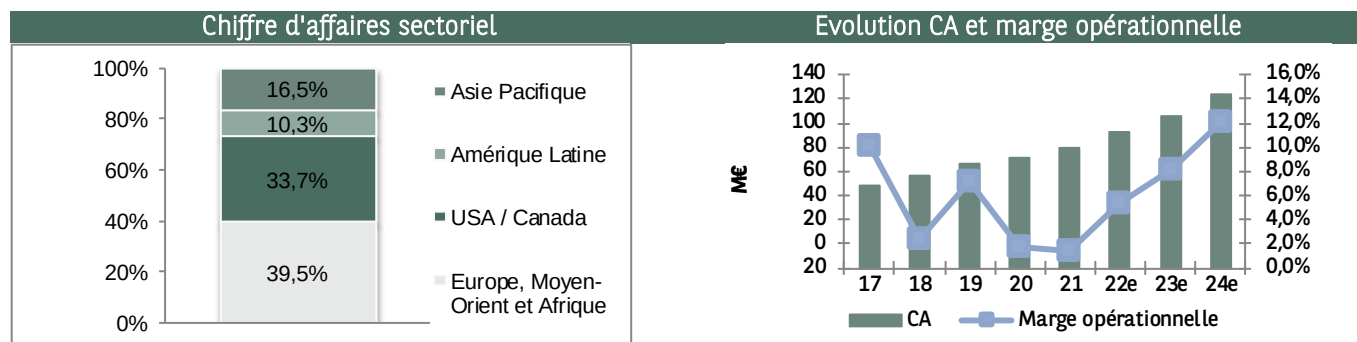
Grâce à la hausse du software dans le mix, le taux de marge brute est attendu en croissance dans les années à venir. Les synergies de ventes (et plus marginalement de coûts) entre Ateame et Anevia devraient pleinement se concrétiser en 2022 (>5M€ selon nous).

ATEME

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	48,6	56,5	66,3	70,7	78,8	92,4	106,2	123,1
var. n/n-1	29,7%	16,2%	17,4%	6,7%	11,4%	17,2%	15,0%	15,9%
var. organique	32,5%	18,1%	13,8%	0,0%	2,0%	19,9%	15,0%	15,9%
EBE	7,2	3,8	8,4	6,9	6,4	10,6	14,4	20,9
ROC	4,9	1,3	4,7	1,9	1,1	4,9	8,6	14,9
var. n/n-1	+ / ++	-72,9%	+ / ++	-59,7%	-42,0%	+ / ++	75,1%	72,8%
ROP	4,9	1,3	4,7	1,2	1,1	4,9	8,6	14,9
RCAI	3,4	1,8	4,5	-0,2	1,6	4,4	8,2	14,5
IS	0,5	-0,1	0,1	-0,1	0,2	0,1	-0,2	-0,9
RN Pdg publié	3,8	1,7	4,6	-0,3	1,1	4,6	8,0	13,6
RN Pdg corrigé	3,8	1,7	4,6	-0,3	1,1	4,6	8,0	13,6
var. n/n-1	72,8%	-55,3%	+ / ++	+ / -	- / +	+ / ++	76,3%	69,8%
Tmva CA 2019 / 2023e	12,5%							
Marge brute (%)	59,9%	49,3%	54,4%	55,0%	62,1%	64,8%	67,6%	70,1%
Marge opérationnelle (%)	10,1%	2,3%	7,1%	1,7%	1,4%	5,3%	8,1%	12,1%
Marge nette (%)	7,9%	3,0%	6,9%	-0,4%	1,4%	4,9%	7,6%	11,1%
Taux IS (%)	-13,5%	3,6%	-1,7%	-45,3%	-10,5%	-3,1%	2,3%	6,1%
Frais de personnel / CA (%)	-43,2%	-43,8%	-44,4%	-50,7%	-63,8%	-	-	-
CA/effectif (K€)	219	224	223	156	161	-	-	-
var. n/n-1	-0,7%	2,4%	-0,7%	-29,8%	3,4%	-	-	-
Effectif moyen	222	252	298	453	488	-	-	-
var. n/n-1	30,6%	13,5%	18,3%	52,0%	7,7%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	18,9	21,5	27,1	35,6	39,6	46,1	56,2	71,8
Dettes financières nettes	3,4	0,2	-3,7	7,4	10,3	6,1	0,6	-8,7
Autres	0,6	0,6	3,5	4,0	4,2	4,2	4,2	4,2
Capitaux investis	22,9	22,4	27,0	47,0	54,1	56,5	61,1	67,3
Immobilisations nettes	6,3	6,8	8,9	31,9	30,3	30,0	30,0	30,3
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	1,7	1,7	2,2	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5
BFR	16,6	15,6	18,0	15,0	23,8	26,4	31,0	37,0
Actif économique	22,9	22,4	27,0	47,0	54,1	56,5	61,1	67,3
Gearing (%)	17,9%	1,0%	-13,5%	20,9%	25,9%	13,2%	1,2%	-12,2%
BFR/CA (%)	34,2%	27,6%	27,2%	21,3%	30,2%	28,6%	29,2%	30,0%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,5	0,1	ns	1,1	1,6	0,6	0,0	ns
ROE (%)	20,2%	7,9%	17,0%	ns	2,9%	9,9%	14,3%	19,0%
ROACE (%) après IS normé	29,0%	5,6%	19,5%	7,5%	2,4%	9,2%	14,4%	21,9%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	5,8	4,5	8,6	5,1	7,5	10,2	13,8	19,6
Variation BFR	-6,6	0,9	-3,2	0,9	-9,1	-2,6	-4,6	-5,9
Investissements industriels	-2,0	-3,2	-2,6	-3,3	-3,8	-4,3	-4,8	-5,2
% du CA	4,0%	5,6%	3,8%	4,7%	4,8%	4,7%	4,5%	4,3%
Cash Flow Libre	-2,8	2,2	2,8	2,7	-5,5	3,2	4,4	8,4
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	-0,1	-0,1	-6,8	-4,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,1	1,1	1,2	-6,5	6,7	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	2,8	-3,2	-3,9	11,1	2,8	-4,2	-5,4	-9,4
Dettes financières nettes	3,4	0,2	-3,7	7,4	10,3	6,1	0,6	-8,7



ATEME

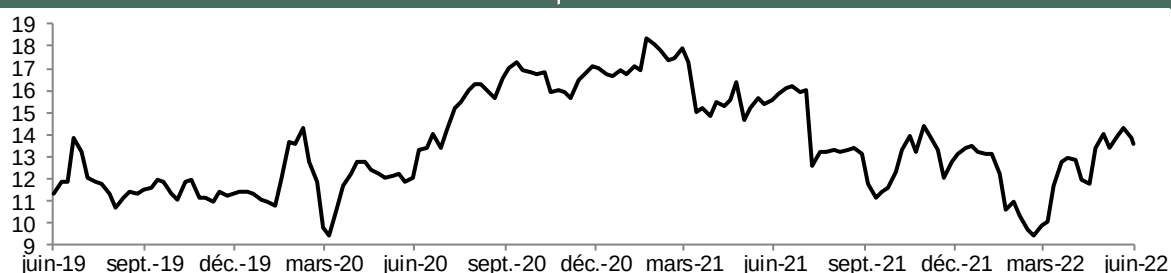
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,37	0,16	0,44	-0,02	0,10	0,41	0,72	1,22
var. n/n-1	69,5%	-55,9%	+ / ++	+ / -	- / +	+ / ++	76,3%	69,8%
CFPA	0,6	0,4	0,8	0,5	0,7	0,9	1,2	1,7
ANPA	1,8	2,1	2,6	3,2	3,5	4,0	4,9	6,3
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	13,0%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	10,1%							

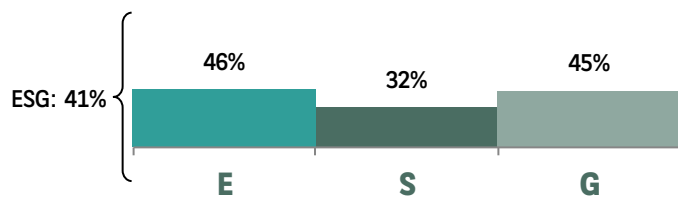
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	39,3	ns	25,6	ns	ns	33,3	18,9	11,1
PCF (x)	26,1	ns	13,7	ns	22,2	15,3	11,3	7,9
PAN (x)	7,9	7,3	4,3	4,4	4,2	3,4	2,8	2,2
VE/CA (x)	3,1	2,8	1,7	2,3	2,2	1,7	1,4	1,1
VE/EBE (x)	21,2	ns	13,3	23,3	27,0	14,7	10,4	6,7
VE/ROP (x)	ns	ns	23,7	ns	ns	ns	17,4	9,4
Free Cash Flow Yield (%)	-1,9%	1,4%	2,4%	1,7%	-3,3%	2,1%	2,9%	5,4%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	150,3	157,3	117,8	155,3	165,4	152,0	152,0	152,0
Valeur d'Entreprise (VE)	152,0	155,8	112,0	160,4	173,2	155,6	150,1	140,7
Cours de référence (€)	14,6	15,1	11,3	14,0	14,8	13,6	13,6	13,6
Nb de titres (Mio)	10,275	10,405	10,465	11,061	11,191	11,191	11,191	11,191
Nb de titres corrigé (Mio)	10,588	10,714	10,724	11,326	11,452	11,452	11,452	11,452
% de la dilution	3,1%	3,1%	2,6%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Date d'introduction	10/07/2014							
Cours d'introduction ajusté	4,4 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	10,6	9,6	13,6	12,4	15,5	19,8
CA T2	10,3	13,7	16,5	16,7	16,9	
CA S1	20,9	23,2	30,1	29,0	32,4	
ROP S1	1,1	-3,3	-1,3	-2,2	-4,7	
RN pdg corrigé S1	0,3	-3,2	-1,2	-2,6	-4,4	
Marge opérationnelle S1	5,4%	-14,1%	-4,2%	-7,7%	-14,5%	
Marge nette S1	1,2%	-13,7%	-3,9%	-8,9%	-13,5%	
CA T3	11,1	15,2	15,4	14,1	23,2	
CA T4	16,6	18,1	20,9	27,6	23,2	
CA S2	27,7	33,3	36,2	41,7	46,4	
ROP S2	3,8	4,6	6,0	3,4	5,8	
RN pdg corrigé S2	3,6	4,9	5,8	2,3	5,5	
Marge opérationnelle S2	13,6%	13,8%	16,5%	8,2%	12,5%	
Marge nette S2	12,9%	14,7%	16,0%	5,6%	11,9%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	43,2%	-10,2%	42,1%	-9,0%	25,5%	27,8%
CA T2	36,4%	32,9%	20,6%	1,1%	1,5%	
CA T3	4,5%	36,6%	1,4%	-8,5%	64,7%	
CA T4	39,7%	9,3%	15,4%	32,4%	-16,1%	
CA S1	39,7%	11,0%	29,5%	-3,5%	11,7%	
CA S2	23,1%	20,2%	9,0%	15,0%	11,2%	
ROP S1	- / +	+ / -	- / -	- / -	+ / ++	
ROP S2	-0,8%	22,1%	30,3%	-42,6%	68,7%	

Historique de cours





ATEME

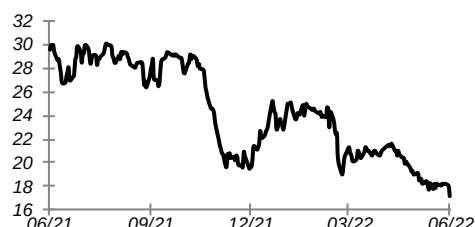
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Modéré	Modéré	Modéré	Réduction de 50% des émissions de CO2 prévue en 3 ans + réduction de la consommation des produits du groupe.
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	5,0%	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	79	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	1,0%	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	30%	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Oui	Oui	Stéphanie Pignal (ex DRH d'Anevia).
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	0,4%	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	Taux de fréquence exclu des indicateurs en raison du faible nombre d'incidents.
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	16/19	16/19	16/19	Code Middledenext.
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	4	4	4	
<i>dont indépendants</i>	2	2	2	
<i>dont femmes</i>	1	1	1	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	100%	100%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	12%	11%	11%	Concert M. Artières.
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Oui	Oui	Procédures internes n'ayant pas fait l'objet de certifications.
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Oui	Oui	Procédures internes n'ayant pas fait l'objet de certifications.
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	95%	61%	91%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

AURES TECHNO

Technologie



Cours : 17,15€ 14 Juin 2022

Objectif : 27,55€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique FR0013183589 / AURS
Reuters / Bloomberg AURS.PA / AURS:FP
Indice CAC Small
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **68,6**
Flottant (%) 62,3%
Nbre de Titres (Mio) 4,000
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Patrick Cathala 35,8%
Amiral Gestion 10,0%
Alpenstock Mont Blanc 6,3%
Moneta AM 5,3%

	21	22e	23e
PER	41,6	15,2	10,0
PCF	11,9	7,6	5,9
VE/CA	1,0	0,6	0,4
VE/ROP	28,6	9,6	5,7
PAN	2,9	1,7	1,5
Rendement	0,0%	0,0%	2,0%
Free Cash Flow Yield	2,5%	4,0%	12,9%
ROACE	13,5%	24,9%	36,0%

	99,6	108,5	119,8
CA	99,6	108,5	119,8
CA précédent	101,8	121,7	137,2
var. n/n-1	14,2%	8,9%	10,5%
EBE	7,2	8,2	11,4
ROC	3,0	6,3	9,3
% CA	3,0%	5,8%	7,8%
ROP	3,5	6,3	9,3
% CA	3,5%	5,8%	7,8%
RN Pdg publié	2,5	4,5	6,9
% CA	2,5%	4,2%	5,8%

	0,63	1,13	1,72
BNPA	0,63	1,13	1,72
BNPA précédent	0,92	1,88	2,47
var. n/n-1	-16,9%	79,8%	52,5%
BNPA Cor	0,63	1,13	1,72
ANPA	8,9	10,1	11,5
Dividende net	0,00	0,34	0,52
DFN	-3,7	-6,3	-13,6

Jeremy Sallée, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30
jeremy.sallee@bnpparibas.com

Dans le creux de la vague

Activité

Aures Technologies est spécialisé dans la conception et la commercialisation de terminaux de points de vente (TPV/POS) pour le marché du retail et de l'hôtellerie-restauration. En 2018, le groupe s'est lancé sur le marché des bornes au travers d'un partenariat capitalistique avec la société CJS. Aures réalise 74% de son CA 2021 à l'international, principalement aux US (42% CA), en Allemagne (14% CA), au RU (10% CA) et en Australie (8% CA).

Marché / Concurrence

Le marché mondial du TPV a affiché une décroissance annualisée 2014-2019 de 3% avec environ 2,2M d'unités vendues chaque année. Suite au COVID, le marché a reculé de près de 23% en 2020 avec 1,7M d'unités vendues selon RBR. Le retour à un niveau pre-COVID sera progressif. Au sein de ce secteur très concurrentiel et fragmenté, dominé en Europe par Diebold Nixdorf, HP et Toshiba, Aures fait figure de challenger en se positionnant comme le N°10 mondial avec 3% de PDM et ~80 000 TPV vendus par an (données RBR 2018). Sur le marché du TPV, Aures se distingue en se positionnant comme le fabricant le plus créatif du secteur. Contrairement à la concurrence, qui intègre majoritairement une technologie PC consumer dans un TPV à l'image de IBM ou HP, Aures s'efforce de créer un produit design, adaptable à l'identité visuelle du client, et ergonomique avec des caractéristiques techniques (écrans, carte mère, architecture TPV) dédiées à l'optimisation de la performance et de l'utilisation du TPV.

Stratégie / Perspectives

L'acquisition de J2 Retail en 2013 a doublé la taille d'Aures. Ceci lui a permis d'accélérer son développement à l'international et d'atteindre une taille critique pour se positionner sur des appels d'offres plus significatifs. Depuis 2015, le groupe a développé son activité grands comptes avec l'aide d'une équipe commerciale dédiée afin de bénéficier de son changement de dimension. Ceci s'est traduit par l'obtention d'importants contrats (Kaufland, Rocher et). L'acquisition de RTG aux US fin 2018 va également dans ce sens. Elle lui permet d'accroître sa taille sur le marché américain et d'intégrer l'ensemble de la chaîne de valeur avec une offre de service software et hardware. Après une année 2019 très décevante (-16% à pc) marquée par une base difficile (NF 525, contrat Kaufland) et un exercice 2020 (-24% à pc) frappé par le COVID, Aures devrait progressivement bénéficier de nombreux leviers de croissance. Nous identifions 1/ les synergies avec RTG illustrées notamment par le gain du contrat Subway, 2/ l'accélération des ventes de bornes, soutenues par les dernières acquisitions (Softavera et Leader Solution Tactile) et 3/ le développement des contrats grands comptes à l'image du contrat majeur gagné en février 2021 auprès de LIDL. Dans la lignée de 2021, le déploiement de ces leviers est pour le moment limité par les difficultés d'approvisionnements en composants électroniques et les tensions sur le fret.

Valorisation

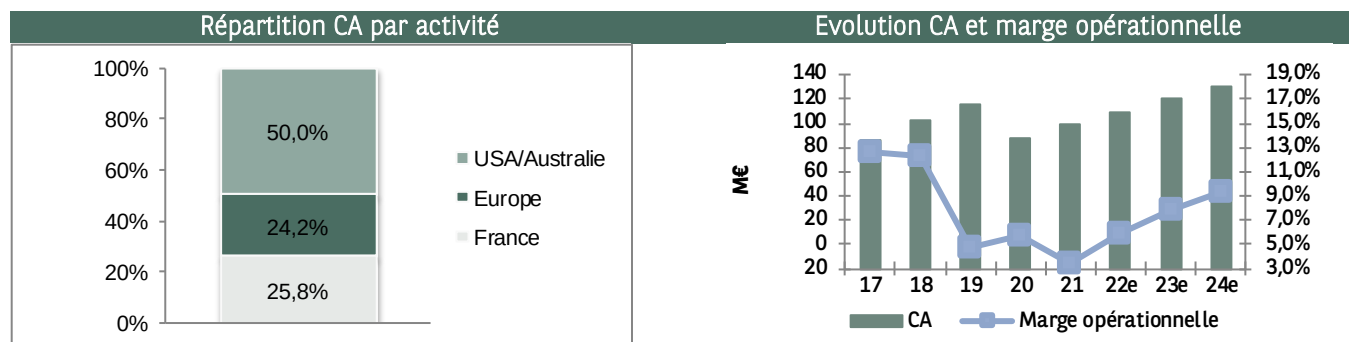
Sur ces niveaux de valorisation le risk/reward nous semble toujours attractif. Objectif de cours : 27,6€ dont -5% de décote ESG.

AURES TECHNO

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	85,6	102,7	115,9	87,2	99,6	108,5	119,8	131,2
var. n/n-1	12,3%	19,9%	12,9%	-24,7%	14,2%	8,9%	10,5%	9,5%
var. organique	14,7%	13,1%	-16,2%	-23,8%	13,5%	8,5%	10,5%	9,5%
EBE	11,7	13,5	7,4	6,6	7,2	8,2	11,4	13,5
ROC	10,7	12,2	5,4	4,8	3,0	6,3	9,3	12,1
var. n/n-1	16,8%	13,9%	-56,0%	-10,5%	-37,8%	+/-	47,4%	30,4%
ROP	10,8	12,5	5,4	4,9	3,5	6,3	9,3	12,1
RCAI	10,0	12,4	4,9	3,3	3,9	6,3	9,3	12,1
IS	3,1	4,1	1,8	0,2	1,3	1,7	2,3	3,0
RN Pdg publié	6,8	8,1	3,0	3,0	2,5	4,5	6,9	9,0
RN Pdg corrigé	6,8	8,1	3,0	3,0	2,5	4,5	6,9	9,0
var. n/n-1	25,1%	20,5%	-63,3%	1,1%	-16,9%	79,8%	52,5%	30,8%
Tmva CA 2019 / 2023e	0,8%							
Marge brute (%)	37,0%	39,4%	47,6%	47,6%	48,9%	48,5%	47,9%	47,3%
Marge opérationnelle (%)	12,6%	12,2%	4,7%	5,7%	3,5%	5,8%	7,8%	9,3%
Marge nette (%)	7,9%	7,9%	2,6%	3,5%	2,5%	4,2%	5,8%	6,9%
Taux IS (%)	-31,2%	-33,0%	-37,7%	-6,3%	-32,6%	-27,1%	-25,0%	-25,0%
Frais de personnel / CA (%)	12,8%	14,4%	22,3%	22,4%	21,8%	20,6%	19,2%	18,2%
CA/effectif (K€)	696	254	267	294	261	-	-	-
var. n/n-1	4,1%	-63,6%	5,4%	10,0%	-11,4%	-	-	-
Effectif moyen	123	405	433	297	382	-	-	-
var. n/n-1	7,9%	+/-	7,1%	-31,6%	28,8%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	25,7	30,6	27,8	31,8	35,1	39,6	45,2	52,2
Dettes financières nettes	-3,7	2,6	1,9	-2,2	-3,7	-6,3	-13,6	-18,6
Autres	1,2	-11,8	-13,1	-12,1	-14,3	-13,4	-12,6	-11,7
Capitaux investis	23,2	21,4	16,6	17,4	17,2	19,9	19,0	21,9
Immobilisations nettes	4,6	4,5	2,9	3,2	5,9	4,7	3,9	3,9
dont écarts d'acquisition	0,3	13,1	7,5	6,9	9,7	9,7	9,7	9,7
dont financières	0,3	1,5	1,5	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6
BFR	19,0	18,5	15,3	15,6	12,9	16,8	16,8	19,7
Actif économique	23,2	21,4	16,6	17,4	17,2	19,9	19,0	21,9
Gearing (%)	-14,4%	8,6%	6,9%	-7,0%	-10,4%	-16,0%	-30,2%	-35,6%
BFR/CA (%)	22,2%	18,0%	13,2%	17,9%	13,0%	15,5%	14,0%	15,0%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	0,2	0,3	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	26,3%	26,7%	10,8%	9,5%	7,2%	11,4%	15,3%	17,3%
ROACE (%) après IS normé	35,4%	37,6%	17,7%	27,3%	13,5%	24,9%	36,0%	44,6%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	8,7	9,5	6,1	6,9	8,6	8,8	11,4	12,8
Variation BFR	-5,1	-5,6	1,2	-0,4	-3,8	-3,9	0,0	-2,9
Investissements industriels	-0,5	-0,6	-2,0	-3,9	-2,3	-2,2	-2,8	-2,9
% du CA	0,6%	0,6%	1,7%	4,4%	2,3%	2,1%	2,3%	2,2%
Cash Flow Libre	3,0	3,3	5,4	2,6	2,5	2,7	8,7	7,0
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	-6,1	0,0	0,0	-3,8	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-1,9	-1,6	-3,9	0,0	0,0	0,0	-1,3	-2,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,1	-1,9	-0,7	1,5	2,7	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	1,0	-6,3	0,7	4,1	1,4	2,7	7,3	5,0
Dettes financières nettes	-3,7	2,6	1,9	-2,2	-3,7	-6,3	-13,6	-18,6



AURES TECHNO

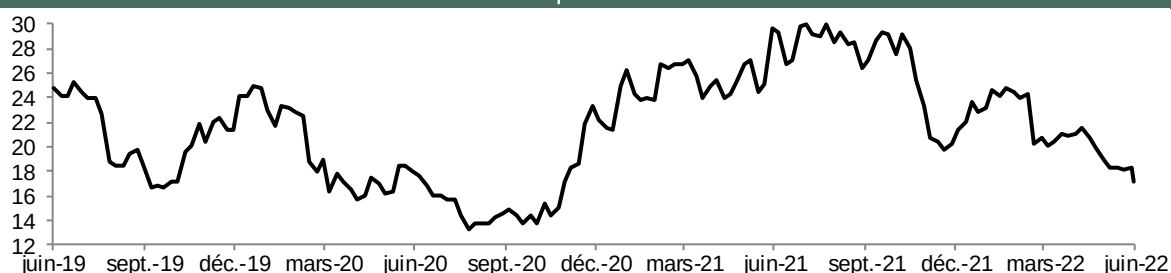
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1,69	2,03	0,75	0,75	0,63	1,13	1,72	2,25
var. n/n-1	25,5%	20,5%	-63,2%	0,9%	-16,9%	79,8%	52,5%	30,8%
CFPA	2,2	2,4	1,6	1,8	2,2	2,3	2,9	3,3
ANPA	6,5	7,7	7,1	8,1	8,9	10,1	11,5	13,3
Dividende net (versé en n+1)	0,40	1,00	0,00	0,00	0,00	0,34	0,52	0,68
Payout (%)	23,7%	49,2%	0,0%	0,0%	0,0%	30,1%	30,1%	30,1%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	23,1%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	16,7%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	17,2	20,2	33,8	23,3	41,6	15,2	10,0	7,6
PCF (x)	13,3	17,1	16,2	10,1	11,9	7,6	5,9	5,3
PAN (x)	4,5	5,3	3,6	2,2	2,9	1,7	1,5	1,3
VE/CA (x)	1,3	1,6	0,9	0,8	1,0	0,6	0,4	0,4
VE/EBE (x)	9,5	12,2	13,7	10,2	13,8	7,4	4,7	3,6
VE/ROP (x)	10,4	13,2	18,8	13,5	28,6	9,6	5,7	4,0
Free Cash Flow Yield (%)	2,6%	2,0%	5,4%	3,7%	2,5%	4,0%	12,9%	10,4%
Rendement (%)	1,7%	1,0%	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	3,0%
Capitalisation (M€)	115,9	164,3	101,1	70,4	104,4	68,6	68,6	68,6
Valeur d'Entreprise (VE)	111,8	165,4	101,5	66,8	99,1	60,6	53,3	48,4
Cours de référence (€)	29,0	41,1	25,3	17,6	26,1	17,2	17,2	17,2
Nb de titres (Mio)	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
Nb de titres corrigé (Mio)	3,976	3,963	3,929	3,939	3,939	3,939	3,939	3,939
% de la dilution	0,1%	0,1%	0,0%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Date d'introduction	28/10/1999							
Cours d'introduction ajusté	-							

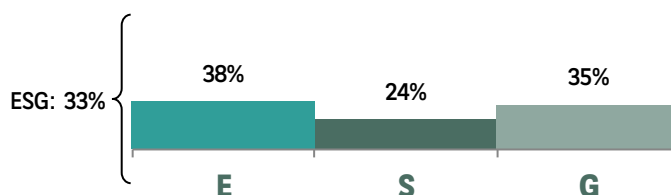
Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	19,6	25,6	26,5	26,6	25,1	25,0
CA T2	22,9	26,8	30,8	16,1	26,3	
CA S1	42,5	52,4	57,3	42,7	51,3	
ROP S1	5,1	8,2	3,5	0,9	3,0	
RN pdg corrigé S1	3,1	5,6	2,0	0,4	2,3	
Marge opérationnelle S1	12,0%	15,6%	6,1%	2,0%	5,8%	
Marge nette S1	7,2%	10,6%	3,4%	0,9%	4,4%	
CA T3	19,0	20,5	27,7	22,3	25,0	
CA T4	24,2	22,2	30,9	22,2	23,3	
CA S2	43,2	42,6	58,6	44,5	48,3	
ROP S2	5,8	4,3	1,9	4,1	0,5	
RN pdg corrigé S2	3,7	2,5	1,1	2,6	0,2	
Marge opérationnelle S2	13,3%	10,2%	3,2%	9,2%	1,0%	
Marge nette S2	8,5%	5,8%	1,9%	5,9%	0,5%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	5,2%	30,7%	3,4%	0,6%	-5,7%	-0,4%
CA T2	18,5%	17,4%	14,8%	-47,8%	63,3%	
CA T3	6,1%	7,6%	35,3%	-19,6%	12,4%	
CA T4	18,9%	-8,4%	39,3%	-28,0%	4,8%	
CA S1	11,7%	23,4%	9,3%	-25,4%	20,0%	
CA S2	12,9%	-1,3%	37,4%	-24,0%	8,5%	
ROP S1	12,7%	60,5%	-57,3%	-75,6%	+ / ++	
ROP S2	22,9%	-24,7%	-56,6%	+ / ++	-88,1%	

Historique de cours



AURES TECHNO



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	Les activités d'AURES ne comprennent pas la production industrielle, donc pas l'utilisation significative de matières premières en vue de production destinées à être commercialisée, ni rejets significatifs dans l'environnement ou de gaz à effet de serre.
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	ND	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	17%	17%	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	2,7%	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	1,0%	1,7%	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	8 132	
Taux d'absentéisme	6,4%	9,8%	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	Compte tenu du faible nombre d'accidents du travail recensé, la société a exclu de ces indicateurs le taux de fréquence et le taux de gravité.
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Non	Non	Non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	6	6	6	
<i>dont indépendants</i>	ND	ND	ND	
<i>dont femmes</i>	2	2	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	ND	ND	ND	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	54%	54%	53%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	22,8	14,4	14,8	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	98%	98%	99%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

BALYO
Industrie



Cours : 0,84€

14 Juin 2022

Objectif : 0,92€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique FR0013258399 / BALYO
Reuters / Bloomberg BALYO.PA / BALYO:FP
Indice CAC Small
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **28,5**
Flottant (%) 35,5%
Nbre de Titres (Mio) 33,756
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Fondateurs 6,8%
Seventure Partner 26,5%
Bpifrance 17,2%
360 Capital Partner 3,2%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	35,8
PCF	ns	ns	22,1
VE/CA	2,2	1,3	0,9
VE/ROP	ns	ns	30,0
PAN	28,7	ns	ns
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-6,5%	-4,6%	3,9%
ROACE	ns	ns	15,5%

	21,8	25,5	36,4
CA	21,8	25,5	36,4
CA précédent	21,8	24,9	34,1
var. n/n-1	0,4%	17,2%	42,8%
EBE	-2,1	-1,6	1,6
ROC	-2,4	-2,0	1,1
% CA	-11,1%	-7,7%	2,9%
ROP	-1,5	-2,0	1,1
% CA	-6,8%	-7,7%	2,9%
RN Pdg publié	-1,9	-2,0	0,8
% CA	-8,6%	-7,7%	2,2%

	-0,06	-0,06	0,02
BNPA	-0,06	-0,06	0,02
BNPA précédent	-0,06	-0,07	0,00
var. n/n-1	ns	ns	ns
BNPA Cor	-0,08	-0,04	0,02
ANPA	0,1	0,0	0,0
Dividende net	0,00	0,00	0,00

	0,0	1,3	0,0
DFN	0,0	1,3	0,0

Yann de Peyrelongue, Analyste Financier
Nicolas Royot
+33 (0)1 40 17 50 39
yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com

Retrouver le chemin de la forte croissance

Activité

L'entreprise Balyo a été fondée en 2005 par Raul Bravo Orellana et Thomas Duval, deux ingénieurs passionnés de robotique. À partir de chariots de manutention standards, Balyo conçoit, développe, commercialise et installe des robots de manutention autonomes en les équipant de sa solution de robotisation « Driven by Balyo ». Cette solution utilise la technologie du géoguidage et permet au chariot autonome d'évoluer dans un environnement sans aucune infrastructure additionnelle. Balyo commercialise sa solution en Europe, Asie et en Amérique du Nord à l'aide de partenariats avec Linde Material Handling (filiale du groupe Kion) et Hyster-Yale.

Marché / Concurrence

Le marché potentiel adressable par Balyo est estimé à environ 1Md€ à horizon 2022. La concurrence actuelle est composée 1/ d'AGV (Autonomous Guided Vehicle), tels que BA Systèmes et EK Automation, qui ont une approche de projets « customisés » vs. scalable pour Balyo, 2/ l'américain Seegrid, semblable à Balyo dans son développement et sa technologie et 3/ à moyen terme le projet européen ILIAD visant à développer les flottes de chariots autonomes.

Stratégie / Perspectives

Les partenariats conclus avec Linde et Hyster-Yale permettent d'adresser 70% du marché mondial. Cependant, le développement des nouvelles solutions, notamment avec un géoguidage 3D, nécessite de l'expérience afin d'être mature. L'année 2019 s'est traduite par des difficultés dans les livraisons de projet et une dynamique commerciale à l'arrêt. Balyo a changé de cap avec 1/ un changement de management (CEO & CFO), 2/ un changement de modèle d'affaires (passage en mode produit vs projets précédemment) qui réduit fortement le risque sur la marge brute (46% en 2021), 3/ une révision favorable des contrats avec les partenaires historiques (notamment sur le BFR) et 4/ des engagements de commandes de la part de ces derniers (Linde 13,9M€ en 2022). Les effets sur la rentabilité sont tangibles avec une perte opérationnelle de 2,4M€ en 2021 contre 7,6M€ en 2020.

Nous estimons le break-even entre 30 et 35M€ de CA. Le groupe devrait ainsi devenir rentable en 2023 selon nous.

En 2022, malgré la visibilité offerte par le carnet de commandes (9,5M€ + 13,9M€ d'engagements de Linde soit 23,6M€ au 31/12/2021), Balyo subit les difficultés de la chaîne logistique et des approvisionnements.

Valorisation

Après les efforts sur le modèle d'affaire et la structure de coûts, Balyo doit démontrer sa capacité à croître de manière durable.

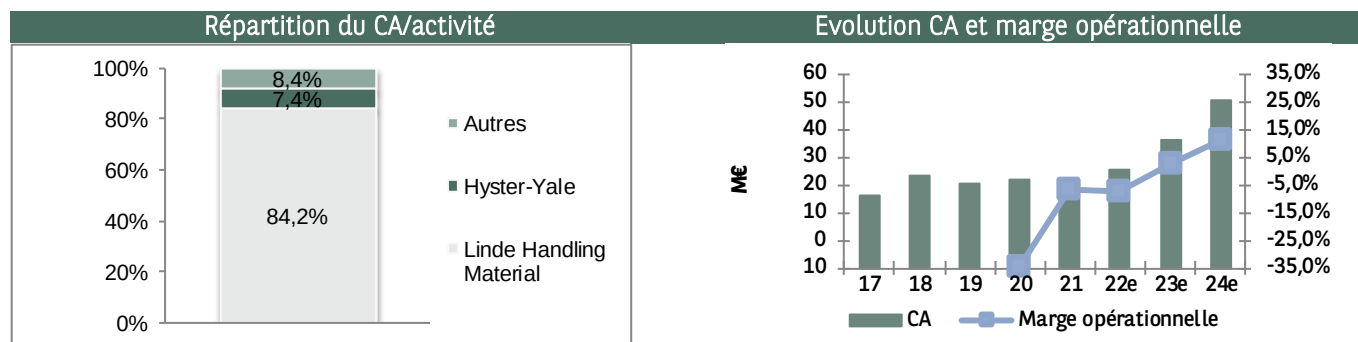
Notre objectif de cours est calculé par DCF, comparables et multiples de transaction. Nous appliquons une décote de 10% en lien avec le score ESG (29%).

BALYO

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	16,4	23,3	20,4	21,7	21,8	25,5	36,4	51,0
var. n/n-1	+/++	41,8%	-12,2%	6,1%	0,4%	17,2%	42,8%	40,0%
var. organique	218,5%	41,8%	-12,2%	6,1%	0,4%	17,2%	42,8%	40,0%
EBE	-9,9	-11,8	-17,2	-7,2	-2,1	-1,6	1,6	6,7
ROC	-10,1	-12,1	-17,6	-7,6	-2,4	-2,0	1,1	6,0
var. n/n-1	-/-	-/-	-/-	-/-	-/-	-/-	-/+	+/++
ROP	-10,1	-12,1	-17,6	-7,5	-1,5	-2,0	1,1	6,0
RCAI	-10,6	-11,9	-17,8	-7,9	-1,9	-2,0	1,1	6,0
IS	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	-1,5
RN Pdg publié	-10,6	-11,9	-17,7	-7,9	-1,9	-2,0	0,8	4,5
RN Pdg corrigé	-10,6	-11,9	-17,7	-8,0	-2,8	-1,5	0,8	4,5
var. n/n-1	-/-	-/-	-/-	-/-	-/-	-/-	-/+	+/++
Tmva CA 2019 / 2023e	15,5%							
Marge brute (%)	33,1%	27,0%	6,3%	21,1%	46,0%	42,0%	40,0%	40,0%
Marge opérationnelle (%)	ns	ns	ns	-34,8%	-6,8%	-7,7%	2,9%	11,7%
Marge nette (%)	ns	ns	ns	-36,7%	-12,9%	-5,7%	2,2%	8,8%
Taux IS (%)	0,0%	0,0%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	30,1%	31,1%	45,0%	47,1%	42,7%	-	-	-
CA/effectif (K€)	166	113	122	149	152	-	-	-
var. n/n-1	+/++	-31,9%	8,3%	21,4%	2,5%	-	-	-
Effectif moyen	99	206	167	146	143	-	-	-
var. n/n-1	39,4%	+/++	-18,9%	-12,6%	-2,1%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	32,6	22,2	5,3	-2,4	1,9	-0,1	0,7	5,2
Dettes financières nettes	-28,2	-13,0	-3,3	1,9	0,0	1,3	0,0	0,0
Autres	2,4	2,7	2,6	3,5	4,1	4,1	4,3	-0,6
Capitaux investis	6,8	11,9	4,6	3,1	5,9	5,3	5,0	4,5
Immobilisations nettes	3,7	4,0	3,7	3,2	3,3	3,2	3,1	2,9
dont écarts d'acquisition	0,3	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
dont financières	2,1	2,1	2,3	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3
BFR	0,7	5,2	-1,6	-2,6	0,1	-0,4	-0,6	-0,9
Actif économique	6,8	11,9	4,6	3,1	5,9	5,3	5,0	4,5
Gearing (%)	-86,5%	-58,6%	-62,4%	-80,5%	0,7%	-1368,6%	0,0%	0,0%
BFR/CA (%)	4,2%	22,2%	-7,9%	-11,8%	0,5%	-1,7%	-1,7%	-1,7%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	0,0	0,0
ROE (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	113,8%	86,5%
ROACE (%) après IS normé	ns	ns	ns	ns	ns	ns	15,5%	94,2%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-9,2	-10,0	-14,9	-4,9	-0,5	-1,6	1,3	5,2
Variation BFR	-2,9	-4,5	7,0	0,8	-2,5	0,6	0,2	0,3
Investissements industriels	-0,9	-0,4	-0,3	0,0	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5
% du CA	5,7%	1,8%	1,2%	0,1%	2,1%	1,0%	1,0%	1,0%
Cash Flow Libre	-13,0	-14,9	-8,2	-4,2	-3,4	-1,3	1,1	4,9
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-2,1	-0,4	-0,2	0,1	0,9	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	42,7	0,0	0,0	0,0	5,7	0,0	0,0	0,0
Autres	3,5	0,0	-1,3	-1,1	-1,3	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-31,0	15,2	9,7	5,2	-1,9	1,3	-1,3	0,0
Dettes financières nettes	-28,2	-13,0	-3,3	1,9	0,0	1,3	0,0	0,0



BALYO

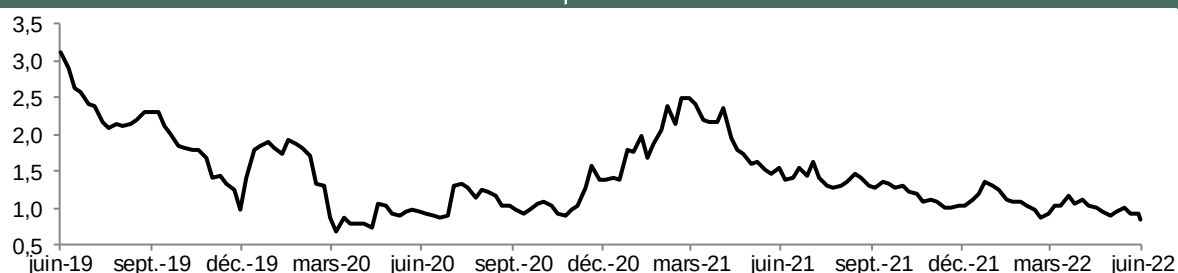
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-0,47	-0,34	-0,62	-0,28	-0,06	-0,06	0,02	0,13
var. n/n-1	-/-	-/-	-/-	-/-	-/-	-/-	-/+	+/>+
CFPA	-0,4	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,2
ANPA	1,4	0,6	0,2	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,2
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	ns							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	35,8	6,4
PCF (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	22,1	5,5
PAN (x)	4,2	7,1	14,8	ns	28,7	ns	ns	5,5
VE/CA (x)	8,5	5,0	3,9	1,9	2,2	1,3	0,9	0,6
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	20,5	4,8
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	30,0	5,3
Free Cash Flow Yield (%)	-9,5%	-9,4%	-10,5%	-12,4%	-6,5%	-4,6%	3,9%	17,2%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	168,1	128,7	78,1	33,7	45,4	28,3	28,3	28,4
Valeur d'Entreprise (VE)	139,9	115,8	79,8	41,2	48,8	33,1	31,8	31,8
Cours de référence (€)	6,0	4,6	2,7	1,2	1,6	0,8	0,8	0,8
Nb de titres (Mio)	27,971	28,121	28,526	28,635	28,635	33,628	33,628	33,717
Nb de titres corrigé (Mio)	27,952	34,540	28,596	28,704	33,589	33,698	33,698	33,787
% de la dilution	0,0%	22,9%	0,3%	0,3%	17,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Date d'introduction	08/06/2017							
Cours d'introduction ajusté	4,1 €							

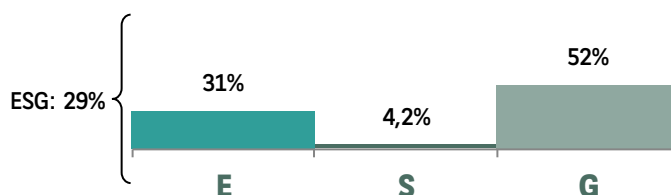
Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	-	4,5	5,7	3,7	4,3	3,9
CA T2	-	5,2	5,7	4,9	5,3	
CA S1	6,2	9,7	11,5	8,7	9,6	
ROP S1	-4,3	-7,9	-7,9	-6,5	-1,7	
RN pdg corrigé S1	-4,6	-7,7	-8,1	-6,7	-1,7	
Marge opérationnelle S1	ns	ns	ns	ns	-17,7%	
Marge nette S1	ns	ns	ns	ns	-17,7%	
CA T3	3,7	5,0	5,5	6,4	5,8	
CA T4	6,4	8,6	3,5	6,6	6,4	
CA S2	10,1	13,6	9,0	13,0	12,2	
ROP S2	-	-4,3	-9,6	-1,1	0,2	
RN pdg corrigé S2	-	-4,2	-9,6	-1,3	-0,7	
Marge opérationnelle S2	-	-31,5%	ns	-8,3%	2,0%	
Marge nette S2	-	-30,8%	ns	-9,7%	-5,7%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	-	-/+	27,7%	-34,9%	15,4%	-9,6%
CA T2	-	-/+	9,7%	-13,6%	7,6%	
CA T3	-/+	33,7%	9,9%	16,4%	-9,7%	
CA T4	-/+	33,8%	-58,8%	87,1%	-3,4%	
CA S1	-/+	55,7%	18,0%	-24,3%	11,0%	
CA S2	-/+	33,7%	-33,4%	44,1%	-6,5%	
ROP S1	-/-	-/-	-/-	-/-	-/-	
ROP S2	-	-/-	+/>+	-/-	-/+	

Historique de cours



BALYO

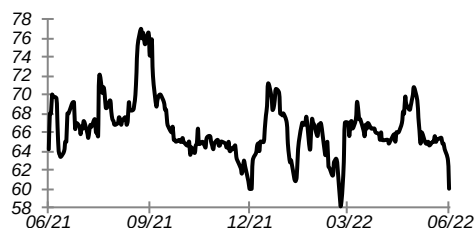


Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	non	non	non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	non	non	non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	non	non	non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	non	non	non	
Certification 14001	non	non	non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	non	non	non	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	28%	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	non	non	non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	non	non	non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	non	non	non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Non	Non	Non	Middlednext, sauf "Revue des points de vigilance"
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	6	6	6	
<i>dont indépendants</i>	2	2	2	
<i>dont femmes</i>	3	2	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	100%	99%	97%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	19%	18%	15%	BPI France
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	2,5	3,3	4,1	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	100%	100%	SIRIS et Deloitte



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

BASSAC
Immobilier



Cours : 60,00€ 14 Juin 2022

Objectif : 85,00€

ACHETER (1)
Opinion inchangée

Marché Euronext - Growth
ISIN / Mnémonique FR0004023208 / BASS
Reuters / Bloomberg BASS.PA / BASS:FP
Indice CAC Small
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **962,4**
Flottant (%) 16,4%
Nbre de Titres (Mio) 16,040
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Premier Investissement 75,5%
Magellan (& autres membres famill 8,1%
Autres dirigeants et salariés Groupe 11,0%
Public 5,4%

	21	22e	23e
PER	6,2	7,2	6,5
PCF	7,2	6,6	5,9
VE/CA	0,8	0,5	0,4
VE/ROP	5,0	3,7	2,9
PAN	1,4	1,2	1,1
Rendement	4,1%	4,2%	4,2%
Free Cash Flow Yield	18,9%	28,2%	15,6%
ROACE	28,4%	24,8%	29,7%

CA	1 209,5	1 573,3	1 647,5
CA précédent	1 452,0	1 573,3	1 647,5
var. n/n-1	22,7%	30,1%	4,7%
EBE	184,3	211,2	226,4
ROC	162,9	200,8	215,4
% CA	13,5%	12,8%	13,1%
ROP	198,0	200,8	215,4
% CA	16,4%	12,8%	13,1%
RN Pdg publié	158,5	134,0	149,1
% CA	13,1%	8,5%	9,1%

BNPA	9,88	8,35	9,29
BNPA précédent	8,25	8,71	9,68
var. n/n-1	58,6%	-15,4%	11,3%
BNPA Cor	9,88	8,35	9,29
ANPA	42,9	48,8	55,6
Dividende net	2,50	2,50	2,50

DFN	-2,5	-230,2	-336,2

Arnaud Despre, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 52
arnaud.despre@bnpparibas.com

Belle croissance embarquée !

Activité

Le groupe Bassac réalise la majorité de ses revenus sur le marché de la Promotion de logements neufs en France. En 2021, l'activité Résidentiel France (incl. Marignan pro forma) représentait 76,6% du CA (vs 47,5% en 2009). Sa stratégie est de conserver une exposition forte au marché France (via la marque LNC & Marignan), où les fondamentaux restent porteurs (demande soutenue, dispositifs avantageux). La clientèle adressée est majoritairement des acquéreurs utilisateurs (env. 55% des réservations), dans une moindre mesure des investisseurs individuels (env. 30%). Les ventes en bloc sont minoritaires dans le mix (env. 15%).

Marché / Concurrence

Les réservations LNC affichent un TCAM 2015-2021 de +9,0% pour s'établir à fin 2021 à 938M€ (reconnaissance top line n+1 et n+2). Cela représente sur le marché France une part de 2,4% (hors Marignan), dans un marché qui reste extrêmement éclaté. Les dix principaux promoteurs français représentent environ 50% du marché, le reste étant composé d'acteurs locaux. En incluant les réservations de Marignan, la pdm Bassac s'établit à 3,8% (vs 4,5% pour Kaufman & Broad, 6,6% pour Bouygues Immobilier et 14,2% pour Nexity).

Stratégie / Perspectives

La taille du portefeuille foncier soutient la dynamique de commercialisation. Le management évoque des difficultés toujours bien présentes dans l'obtention des autorisations administratives, avec env. 80% des dossiers qui nécessitent une révision et 50% de refus *in fine*. Les réservations en Allemagne étaient en croissance sur 2021 de +85,7% à 104M€ avec un effet prix embarqué de près de +11%. Rappelons également que les réservations de LNC France et Marignan affichent respectivement des croissances de +39,2% et +24,5% avec en valeur des montants supérieurs à ceux de 2019, avec selon nos estimations, des gains de pdm d'env. +30bp à 3,8% (en volume, pro forma LNC + Marignan ; Kaufman & Broad -20bp à 4,5%).

Valorisation

Nous retenons des réservations et carnets de commandes solides, un portefeuille foncier à 5,6x le CA et effets prix embarqués (Allemagne & Espagne +11%, Marignan +14,9%, LNC France +2,5%) qui devraient en partie amortir le choc inflationniste actuel.

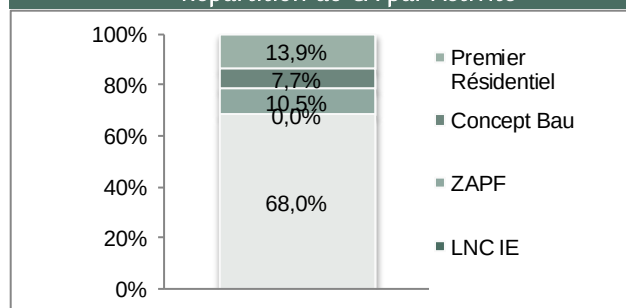
BASSAC

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	843,8	841,7	975,6	986,1	1 209,5	1 573,3	1 647,5	1 725,8
var. n/n-1	27,6%	-0,2%	15,9%	1,1%	22,7%	30,1%	4,7%	4,8%
var. organique	27,6%	-0,2%	15,9%	1,1%	22,7%	30,1%	4,7%	4,8%
EBE	146,2	158,3	164,7	152,8	184,3	211,2	226,4	240,5
ROC	142,7	154,7	157,8	145,5	162,9	200,8	215,4	228,9
var. n/n-1	58,1%	8,4%	2,0%	-7,8%	12,0%	23,3%	7,3%	6,3%
ROP	143,3	157,1	158,0	147,4	198,0	200,8	215,4	228,9
RCAI	144,8	147,3	137,9	139,6	198,7	190,2	211,6	227,6
IS	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
RN Pdg publié	83,2	98,6	97,2	99,9	158,5	134,0	149,1	160,4
RN Pdg corrigé	83,2	98,6	97,2	99,9	158,5	134,0	149,1	160,4
var. n/n-1	75,3%	18,4%	-1,4%	2,8%	58,6%	-15,4%	11,3%	7,6%
Tmva CA 2019 / 2023e	14,0%							
Marge brute (%)	26,4%	27,2%	24,6%	23,7%	24,8%	21,8%	21,9%	21,9%
Marge opérationnelle (%)	17,0%	18,7%	16,2%	15,0%	16,4%	12,8%	13,1%	13,3%
Marge nette (%)	9,9%	11,7%	10,0%	10,1%	13,1%	8,5%	9,1%	9,3%
Taux IS (%)	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Frais de personnel / CA (%)	6,8%	7,1%	6,7%	6,3%	6,8%	-	-	-
CA/effectif (K€)	1 021	1 026	1 202	1 245	1 296	-	-	-
var. n/n-1	38,0%	0,5%	17,2%	3,6%	4,1%	-	-	-
Effectif moyen	827	821	812	792	934	-	-	-
var. n/n-1	-7,6%	-0,7%	-1,1%	-2,4%	17,9%	-	-	-

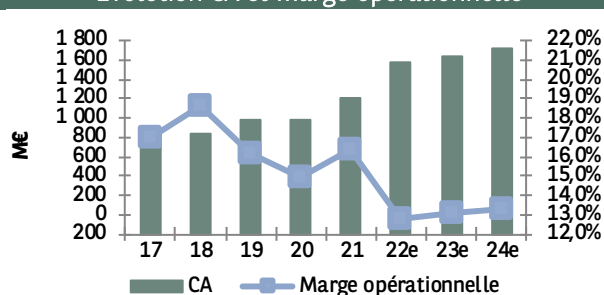
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	381,1	439,5	495,4	566,6	687,8	781,7	890,8	1 011,1
Dettes financières nettes	68,1	211,1	82,2	-22,5	-2,5	-230,2	-336,2	-441,9
Autres	3,2	-111,2	-88,5	-73,3	-43,7	-39,7	-36,7	-33,7
Capitaux investis	457,7	544,7	494,7	477,8	650,0	520,2	526,2	543,9
Immobilisations nettes	49,5	178,7	178,4	180,8	175,7	178,4	182,4	186,5
dont écarts d'acquisition	0,2	0,4	0,5	0,6	46,4	46,4	46,4	46,4
dont financières	23,8	153,0	141,0	144,0	81,6	77,6	74,6	71,6
BFR	432,2	519,5	457,9	441,6	602,3	465,8	464,9	475,3
Actif économique	457,7	544,7	494,7	477,8	650,0	520,2	526,2	543,9
Gearing (%)	17,6%	47,5%	16,4%	-3,9%	-0,4%	-29,1%	-37,4%	-43,4%
BFR/CA (%)	51,2%	61,7%	46,9%	44,8%	49,8%	29,6%	28,2%	27,5%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,5	1,3	0,5	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	21,8%	22,4%	19,6%	17,6%	23,0%	17,1%	16,7%	15,9%
ROACE (%) après IS normé	19,7%	21,5%	22,0%	22,0%	28,4%	24,8%	29,7%	30,9%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	79,3	104,6	115,7	114,7	135,2	146,8	161,9	174,2
Variation BFR	-34,2	-71,9	44,4	20,3	51,5	136,5	0,9	-10,4
Investissements industriels	-3,1	-3,8	-5,7	-2,9	-2,8	-12,2	-13,1	-14,0
% du CA	0,4%	0,5%	0,6%	0,3%	0,2%	0,8%	0,8%	0,8%
Cash Flow Libre	42,0	28,9	154,5	132,1	183,9	271,1	149,8	149,8
Cessions d'actifs	0,8	2,4	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-5,4	-128,0	-2,0	-13,3	-14,5	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-40,1	-40,1	-40,1	-40,1	-40,1	-40,1	-40,1	-40,1
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	15,8	-6,3	14,6	25,9	-149,4	-3,3	-3,7	-3,9
Variation dettes financières nettes	-13,1	143,0	-128,8	-104,7	20,0	-227,7	-106,0	-105,7
Dettes financières nettes	68,1	211,1	82,2	-22,5	-2,5	-230,2	-336,2	-441,9

Répartition du CA par Activité



Evolution CA et marge opérationnelle



BASSAC

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	5,19	6,15	6,06	6,23	9,88	8,35	9,29	10,00
var. n/n-1	75,3%	18,4%	-1,4%	2,7%	58,6%	-15,4%	11,3%	7,6%
CFPA	4,9	6,5	7,2	7,2	8,4	9,2	10,1	10,9
ANPA	23,8	27,4	30,9	35,3	42,9	48,8	55,6	63,1
Dividende net (versé en n+1)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Payout (%)	48,2%	40,7%	41,2%	40,1%	25,3%	29,9%	26,9%	25,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	11,3%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	8,8%							

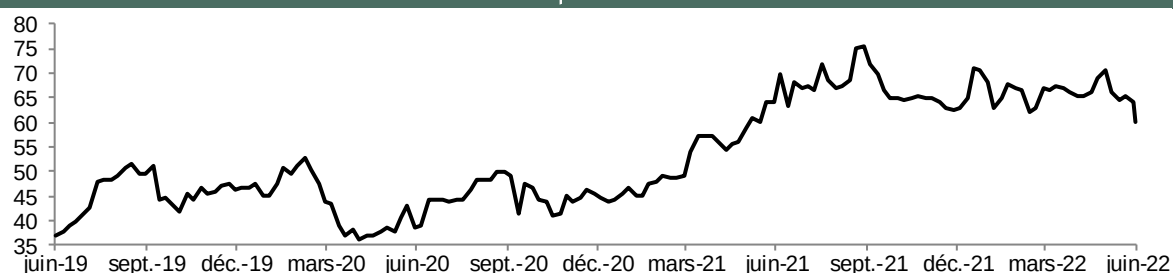
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	8,8	7,8	7,0	7,1	6,2	7,2	6,5	6,0
PCF (x)	9,3	7,3	5,9	6,2	7,2	6,6	5,9	5,5
PAN (x)	1,9	1,7	1,4	1,3	1,4	1,2	1,1	1,0
VE/CA (x)	1,0	1,2	0,8	0,7	0,8	0,5	0,4	0,3
VE/EBE (x)	5,5	6,2	4,7	4,5	5,3	3,5	2,8	2,2
VE/ROP (x)	5,6	6,3	4,9	4,7	5,0	3,7	2,9	2,3
Free Cash Flow Yield (%)	5,7%	3,8%	22,7%	18,6%	18,9%	28,2%	15,6%	15,6%
Rendement (%)	5,5%	5,2%	5,9%	5,7%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%
Capitalisation (M€)	735,6	766,9	681,7	708,9	975,7	962,4	962,4	962,4
Valeur d'Entreprise (VE)	808,9	983,3	769,6	693,4	981,6	740,6	634,6	528,8
Cours de référence (€)	45,9	47,8	42,5	44,2	60,8	60,0	60,0	60,0
Nb de titres (Mio)	16,040	16,040	16,040	16,040	16,040	16,040	16,040	16,040
Nb de titres corrigé (Mio)	16,040	16,040	16,034	16,034	16,034	16,034	16,034	16,034
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	15/11/2006							
Cours d'introduction ajusté	21,0 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA S1	362,6	358,5	434,3	397,6	480,8
ROP S1	52,5	59,1	67,6	55,3	59,0
RN pdg corrigé S1	31,0	36,5	39,1	29,9	42,8
Marge opérationnelle S1	14,5%	16,5%	15,6%	13,9%	12,3%
Marge nette S1	8,6%	10,2%	9,0%	7,5%	8,9%
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S2	481,2	483,3	541,4	588,5	728,7
ROP S2	90,8	98,0	90,4	92,2	139,1
RN pdg corrigé S2	52,2	62,1	58,1	70,0	115,7
Marge opérationnelle S2	18,9%	20,3%	16,7%	15,7%	19,1%
Marge nette S2	10,8%	12,9%	10,7%	11,9%	15,9%

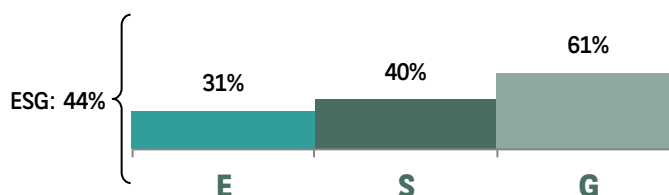
Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S1	37,7%	-1,1%	21,1%	-8,4%	20,9%
CA S2	20,8%	0,4%	12,0%	8,7%	23,8%
ROP S1	+/-	12,5%	14,4%	-18,2%	6,7%
ROP S2	40,3%	8,0%	-7,8%	1,9%	50,9%

Historique de cours



BASSAC



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	25%	26%	26%	
Index égalité salariale femmes / hommes	78	82	76	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	4,3%	4,3%	2,7%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	35%	26%	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	17%	13%	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	485	320	273	
Taux d'absentéisme	1,3%	2,4%	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,0	0,0	0,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	5	5	5	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	2	2	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	100%	100%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	85%	85%	83%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	94%	94%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

BASTIDE

Santé



Cours : 34,05€ 14 Juin 2022

Objectif : 51,70€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0000035370 / BLC
Reuters / Bloomberg BATD.PA / BLC FP
Indice CAC Small
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **250,3**
Flottant (%) 35,0%
Nbre de Titres (Mio) 7,351
Date de clôture 30-Jun

Actionnariat
Famille Bastide 56,0%
Lazard 9,0%
Public 35,0%

	20	21e	22e
PER	17,4	13,1	10,4
PCF	4,1	3,3	2,9
VE/CA	1,5	1,2	1,0
VE/ROP	23,7	15,7	12,5
PAN	4,3	2,6	2,2
Rendement	0,6%	0,8%	0,8%
Free Cash Flow Yield	14,5%	22,4%	13,7%
ROACE	5,5%	6,4%	8,2%

CA	444,3	470,5	506,4
CA précédent	444,3	470,5	506,4
var. n/n-1	16,1%	5,9%	7,6%
EBE	88,6	98,7	108,8
ROC	37,3	39,9	45,5
% CA	8,4%	8,5%	9,0%
ROP	28,6	35,4	42,5
% CA	6,4%	7,5%	8,4%
RN Pdg publié	13,7	15,9	21,7
% CA	3,1%	3,4%	4,3%

BNPA	1,87	2,16	2,96
BNPA précédent	1,87	2,16	2,96
var. n/n-1	18,3%	15,6%	36,7%
BNPA Cor	2,72	2,60	3,27
ANPA	11,1	13,0	15,7
Dividende net	0,27	0,28	0,28

DFN	323,9	300,1	275,9

Gaétan Calabro, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 68
gaetan.calabro@bnpparibas.com

L'international pour réduire le risque réglementaire

Activité

Bastide Le Confort Médical est un acteur français de référence sur le marché de l'assistance médicale qui tend à s'internationaliser (84% CA France ; 16% CA Europe). Multi-spécialiste, le groupe familial est à la fois positionné sur le maintien à domicile (MAD : 45% CA) via la vente/location de dispositifs médicaux (en direct ou en magasin en B2C ou aux collectivités en B2B) et sur les prestations de soins à domicile (PSAD : 55% CA) via l'assistance respiratoire (29% CA) et la nutrition-perfusion-stomathérapie-diabète (26% CA). Les 2/3 du chiffre d'affaires sont réalisés sur des produits ou des prestations à tarifs réglementés pris en charge par l'assurance maladie.

Marché / Concurrence

Estimés à plus de 9 Mds€, les marchés adressés par BLC sont portés par : 1/ le vieillissement de la population associé à la saturation des structures d'accueil pour personnes dépendantes et 2/ un contexte sociopolitique favorisant la prise en charge à domicile. Sur le secteur privé, constitué essentiellement de petites structures locales, Bastide est un leader multi-spécialiste dans un marché français encore très atomisé. Son principal concurrent, LVL Médical, a fait l'objet en 2012 d'une OPA initiée par Air Liquide qui opère sur le marché de l'assistance à domicile via ses filiales Orkyn et VitalAire (ratios externalisés : 3x EV/CA, 11,9x EV/EBITDA, 16,9x EV/EBIT). Plus récemment, Ardian a fait l'acquisition d'une participation majoritaire dans Santé Cie (ex-Elivie), 240M€ de CA 2019 représentant la moitié du périmètre de BLC (PSAD). L'opération de LBO valorise l'entreprise à 950M€, soit 3,9x EV/CA et 13,6x EV/EBITDA.

Stratégie / Perspectives

Bastide allie historiquement une croissance interne soutenue et une croissance externe ciblée (CA cible <10M€) permettant : 1/ d'accéder à de nouvelles spécialités (ex : stomathérapie, urologie, cicatrisation), et 2/ de renforcer ses positions géographiques (ex : Belgique, Suisse, Royaume-Uni, Espagne...). Les derniers exercices ont été marqués par : 1/ une croissance organique forte (+6%/+13,5% sur 2012-2020) traduisant des gains de parts de marché sur chacun des métiers, 2/ une amélioration des marges, les effets d'échelle et l'amélioration du mix d'activité (PSAD mieux margées) étant compensés par des effets prix défavorables, 3/ une progression de l'endettement, en lien avec la politique intense de M&A (c.50 acquisitions en 10 ans). Durant l'exercice 2020-21, Bastide a démontré sa capacité à bien tenir ses marges malgré un mix activité moins favorable (hausse des ventes d'EPI moins margées en lien avec la situation sanitaire). Pour 2021-22, la guidance de CA est fixée à 460M€ a minima (hors M&A) avec une MOC d'au moins 8,3% avec une fin d'exercice au T4 qui ne devrait plus être impactée par l'effet de base défavorable Covid en MAD. Grâce au refinancement de l'ensemble de sa dette financière (extension de la maturité globale et du covenant) finalisé mi-mars 2022, le groupe a repris une politique active en M&A avec l'objectif d'atteindre un CA FY de 500M€ d'ici 2022-23. La politique M&A reste raisonnable en termes de prix (6-8x Ebitda vs. private equity : 13-15x). Surtout, Bastide accélère désormais son internationalisation afin de réduire le risque réglementaire en France (acquisition canadienne Medpro Respiratory Care en assistance respiratoire notamment).

Valorisation

La valorisation (OC : 57,7€/action par DCF) reste bien en deçà des multiples historiques (moyenne 5 ans : PER 23,2x, EV/EBIT 24,7x avec un pic historique 2017 : PER 32,6x, EV/EBIT 29,0x).

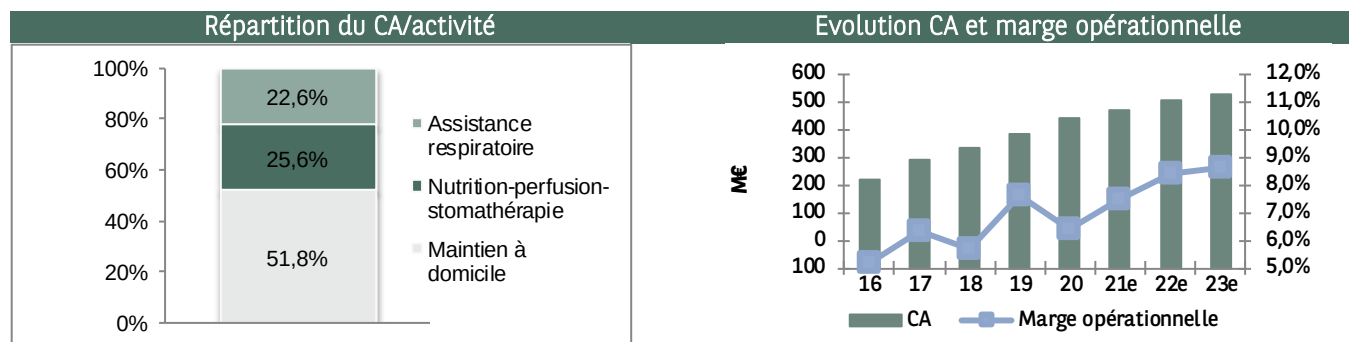
La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 13/06/2022 - 09:33 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

BASTIDE

Exploitation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
CA	218,0	289,1	335,7	382,7	444,3	470,5	506,4	526,7
var. n/n-1	13,6%	32,6%	16,1%	14,0%	16,1%	5,9%	7,6%	4,0%
var. organique	9,3%	5,4%	6,4%	12,9%	13,5%	-0,2%	4,5%	4,0%
EBE	41,0	54,4	63,6	81,4	88,6	98,7	108,8	114,3
ROC	16,1	23,3	28,4	32,8	37,3	39,9	45,5	48,5
var. n/n-1	14,6%	45,1%	22,0%	15,3%	13,7%	7,0%	14,2%	6,4%
ROP	11,4	18,3	19,0	29,2	28,6	35,4	42,5	45,5
RCAI	8,1	11,6	11,3	20,3	20,4	22,9	29,6	33,7
IS	-2,6	-4,1	-4,9	-7,7	-5,8	-6,5	-7,4	-8,4
RN Pdg publié	5,3	7,2	4,6	11,6	13,7	15,9	21,7	24,7
RN Pdg corrigé	8,5	10,4	11,2	13,8	19,9	19,1	23,9	27,0
var. n/n-1	14,9%	22,7%	7,4%	23,4%	44,2%	-4,2%	25,4%	12,8%
Tmva CA 2018 / 2022e	10,8%							
Marge brute (%)	65,4%	64,1%	65,8%	65,7%	63,1%	65,0%	65,6%	65,8%
Marge opérationnelle (%)	5,2%	6,3%	5,7%	7,6%	6,4%	7,5%	8,4%	8,6%
Marge nette (%)	3,9%	3,6%	3,3%	3,6%	4,5%	4,1%	4,7%	5,1%
Taux IS (%)	32,7%	35,1%	43,5%	37,8%	28,5%	28,5%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	26,1%	27,2%	28,5%	27,8%	26,8%	25,7%	26,0%	25,9%
CA/effectif (K€)	133	179	215	231	262	-	-	-
var. n/n-1	5,9%	34,1%	19,9%	7,4%	13,7%	-	-	-
Effectif moyen	1 634	1 615	1 564	1 660	1 695	-	-	-
var. n/n-1	7,4%	-1,2%	-3,2%	6,1%	2,1%	-	-	-

Bilan	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Fonds propres Pdg	61,9	66,7	63,4	75,7	81,3	95,2	114,8	137,5
Dettes financières nettes	117,3	186,8	192,1	270,9	323,9	300,1	275,9	249,0
Autres	-5,9	-4,7	-6,3	-7,2	-9,2	-9,2	-9,2	-9,2
Capitaux investis	173,9	251,3	252,2	343,3	399,7	390,3	386,2	382,6
Immobilisations nettes	161,7	254,8	272,7	334,1	405,0	425,6	423,4	420,9
dont écarts d'acquisition	74,5	139,0	156,0	217,8	277,1	277,1	277,1	277,1
dont financières	6,2	5,3	7,1	8,0	9,7	9,7	9,7	9,7
BFR	18,4	1,8	-13,4	17,1	4,4	-25,6	-27,5	-28,6
Actif économique	173,9	251,3	252,2	343,3	399,7	390,3	386,2	382,6
Gearing (%)	187,5%	269,8%	289,2%	340,2%	380,8%	301,8%	230,7%	174,4%
BFR/CA (%)	8,5%	0,6%	-4,0%	4,5%	1,0%	-5,4%	-5,4%	-5,4%
Dettes financières nettes/EBE (x)	2,9	3,4	3,0	3,3	3,7	3,0	2,5	2,2
ROE (%)	8,6%	10,8%	7,2%	15,3%	16,9%	16,7%	18,9%	18,0%
ROACE (%) après IS normé	5,3%	5,6%	4,3%	6,1%	5,5%	6,4%	8,2%	8,9%

Financement	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Cash Flow	36,0	48,8	53,3	76,4	84,1	75,2	85,5	91,1
Variation BFR	-3,0	16,7	15,2	-30,6	12,7	30,0	2,0	1,1
Investissements industriels	-27,0	-38,3	-34,4	-39,8	-46,5	-49,4	-53,2	-55,3
% du CA	12,4%	13,2%	10,2%	10,4%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Cash Flow Libre	5,9	27,2	34,1	6,0	50,3	55,8	34,3	36,9
Cessions d'actifs	0,9	2,7	1,6	0,8	0,6	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-47,4	-69,4	-18,3	-12,5	-27,0	-30,0	-8,0	-8,0
Dividendes	-1,9	-2,0	-2,0	-0,1	-2,1	-2,0	-2,1	-2,1
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-16,9	-28,1	-20,7	-73,0	-74,9	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	59,3	69,5	5,3	78,8	53,0	-23,8	-24,2	-26,8
Dettes financières nettes	117,3	186,8	192,1	270,9	323,9	300,1	275,9	249,0



BASTIDE

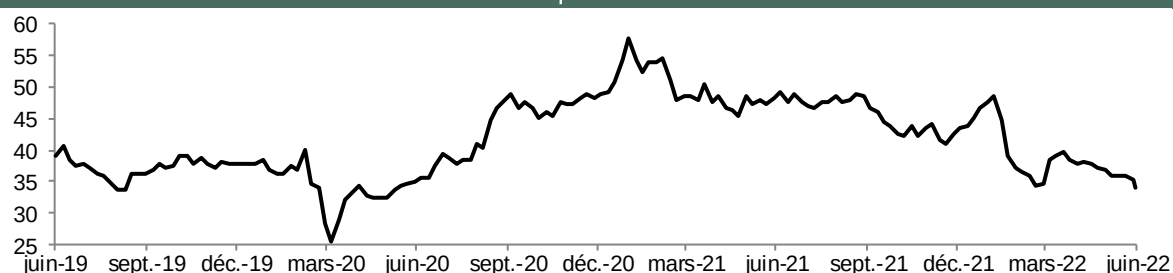
Données par action	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
BNPA	0,73	0,98	0,62	1,58	1,87	2,16	2,96	3,37
var. n/n-1	14,9%	22,7%	7,4%	23,4%	44,2%	-4,2%	25,4%	12,8%
CFPA	4,9	6,7	7,3	10,4	11,5	10,3	11,7	12,4
ANPA	8,5	9,1	8,7	10,3	11,1	13,0	15,7	18,8
Dividende net (versé en n+1)	0,26	0,26	0,00	0,27	0,27	0,28	0,28	0,28
Payout (%)	22,4%	18,3%	0,0%	14,3%	9,9%	10,7%	8,6%	7,6%
Tmva BNPA 2018 / 2022e	20,9%							
Tmva CFPA 2018 / 2022e	12,5%							

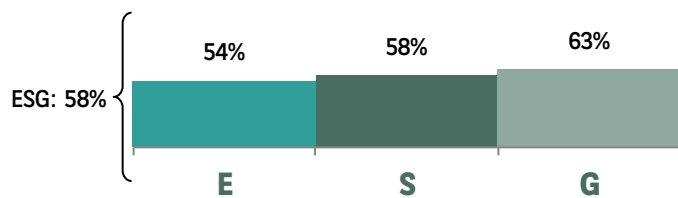
Valorisation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
PER (x)	23,4	32,6	23,8	19,0	17,4	13,1	10,4	9,2
PCF (x)	5,5	7,0	5,0	3,4	4,1	3,3	2,9	2,7
PAN (x)	3,2	5,1	4,2	3,5	4,3	2,6	2,2	1,8
VE/CA (x)	1,5	1,8	1,4	1,4	1,5	1,2	1,0	1,0
VE/EBE (x)	7,7	9,7	7,3	6,6	7,6	5,6	4,9	4,4
VE/ROP (x)	27,9	29,0	24,4	18,4	23,7	15,7	12,5	11,1
Free Cash Flow Yield (%)	3,0%	8,0%	12,8%	2,3%	14,5%	22,4%	13,7%	14,8%
Rendement (%)	1,0%	0,6%	0,7%	0,0%	0,6%	0,8%	0,8%	0,8%
Capitalisation (M€)	199,3	340,9	267,0	263,0	348,3	250,3	250,3	250,3
Valeur d'Entreprise (VE)	317,2	530,3	462,1	537,9	675,9	554,6	530,9	504,6
Cours de référence (€)	27,1	46,4	36,3	35,8	47,4	34,1	34,1	34,1
Nb de titres (Mio)	7,351	7,351	7,351	7,351	7,351	7,351	7,351	7,351
Nb de titres corrigé (Mio)	7,326	7,326	7,326	7,326	7,326	7,326	7,326	7,326
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	15/05/1997							
Cours d'introduction ajusté	3,0 €							

Données intermédiaires	16	17	18	19	20	21
CA T1	50,7	61,8	79,4	86,5	105,4	108,1
CA T2	55,7	72,0	86,4	91,3	116,0	114,9
CA S1	106,4	133,8	165,8	176,6	221,4	223,0
ROP S1	7,0	9,3	13,0	14,0	18,8	18,7
RN pdg corrigé S1	3,6	3,8	6,3	6,6	6,3	5,9
Marge opérationnelle S1	6,6%	6,9%	7,8%	8,0%	8,5%	8,4%
Marge nette S1	3,4%	2,8%	3,8%	3,8%	2,8%	2,6%
CA T3	56,0	76,7	83,4	90,3	111,7	118,5
CA T4	55,5	78,5	86,4	115,9	111,3	
CA S2	111,5	155,2	169,8	206,1	223,0	
ROP S2	4,4	9,0	6,0	15,2	28,6	
RN pdg corrigé S2	4,9	6,6	4,9	7,2	19,9	
Marge opérationnelle S2	3,9%	5,8%	3,5%	7,4%	12,8%	
Marge nette S2	4,4%	4,3%	2,9%	3,5%	8,9%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	14,0%	21,7%	28,6%	8,9%	21,9%	2,6%
CA T2	10,1%	29,3%	19,9%	5,7%	27,0%	-0,9%
CA T3	16,9%	37,0%	8,7%	8,3%	23,7%	6,1%
CA T4	13,5%	41,4%	10,1%	34,0%	-3,9%	
CA S1	11,9%	25,7%	23,9%	6,5%	25,3%	0,7%
CA S2	15,2%	39,2%	9,4%	21,4%	8,2%	
ROP S1	-2,2%	32,4%	40,4%	8,1%	33,9%	-0,5%
ROP S2	-32,7%	+ / ++	-33,6%	+ / ++	88,6%	

Historique de cours





BASTIDE

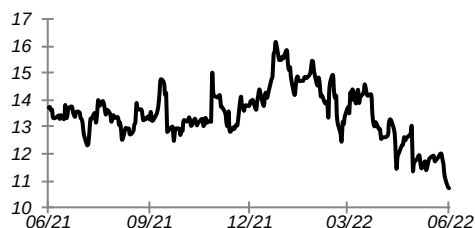
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	22,6	28,4	28,4	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	46%	46%	45%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	87	100	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	2,0%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	72%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	24%	21%	22%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	ND	ND	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	49	62	62	1% du capital.
Taux d'absentéisme	ND	ND	6,0%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	24,8	25,4	28,2	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	Oui	Oui	Oui	Middenext.
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	8	8	
<i>dont indépendants</i>	1	3	3	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Oui	
Assiduité des membres du CA	96%	94%	94%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	69%	71%	71%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	5,9	7,1	7,1	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	95%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

BENETEAU

Loisirs



Cours : 10,72€

14 Juin 2022

Objectif : 18,20€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000035164 / BEN
Reuters / Bloomberg	CHBE.PA / BEN FP
Indice	CAC Small
Eligibilité PEA-PME	Non

Capitalisation (M€)	887,5
Flottant (%)	43,8%
Nbre de Titres (Mio)	82,790
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Béri 21	54,3%
Public	42,8%
Autocontrôle	1,9%

	21	22e	23e
PER	15,9	9,2	8,3
PCF	7,1	5,3	5,0
VE/CA	0,7	0,4	0,4
VE/ROP	8,6	4,8	4,2
PAN	1,7	1,3	1,1
Rendement	0,0%	2,8%	3,4%
Free Cash Flow Yield	16,8%	8,8%	5,1%
ROACE	14,5%	23,1%	23,6%

CA	1 227,2	1 425,0	1 490,0
CA précédent	1 227,2	1 425,0	1 490,0
var. n/n-1	-8,7%	16,1%	4,6%
EBE	159,9	203,8	217,9
ROC	95,8	127,8	141,9
% CA	7,8%	9,0%	9,5%
ROP	97,0	127,8	141,9
% CA	7,9%	9,0%	9,5%
RN Pdg publié	73,4	95,7	106,0
% CA	6,0%	6,7%	7,1%

BNPA	0,89	1,16	1,29
BNPA précédent	0,89	1,16	1,29
var. n/n-1	ns	30,4%	10,7%
BNPA Cor	0,80	1,16	1,29
ANPA	7,7	8,5	9,5
Dividende net	0,30	0,36	0,36

DFN	-222,4	-275,1	-290,2

Arnaud Despre, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 52
arnaud.despre@bnpparibas.com

Rythme de production élevé mais chaînes perturbées !

Activité

Leader mondial de la plaisance voile, le groupe Bénéteau fédère son offre autour de deux marques principales (Bénéteau et Jeanneau, bateaux de croisière monocoques ; Real Estate on the Water et Dayboating, de 12 à 80 pieds), complétées par une gamme sur la croisière multicoque (marques Lagoon et Excess). Le chantier dispose également d'un outil de production US avec une orientation sur le Dayboating (via les marques Four Winns, Wellcraft, Glastron et Scarab). La dynamique actuelle sur le Dayboating a mis en suspend le recentrage des marques pour les unités US de moins de 12 mètres. La marque Prestige adresse une clientèle haut de gamme pour les unités moteurs allant de 12 à 30 mètres. Enfin, le groupe opère dans l'Habitat de Loisirs (15% CA 21) sous les marques O'Hara et IRM.

Marché / Concurrence

Leader mondial de la plaisance voile, Bénéteau est en concurrence directe avec d'autres chantiers français comme Fountaine Pajot (généraliste) et Catana (spécialiste multicoques). Le principal concurrent à l'international est Brunswick (gamme bateaux moteurs, petites unités). En Habitat de Loisirs, Bénéteau est n°1 européen, ses marques O'Hara et IRM représentent ~50% du marché français et adressent aussi bien les professionnels (70% campings, tour-opérateurs) que les particuliers (30%).

Stratégie / Perspectives

Le groupe est actuellement pénalisé par un certain nombre de manquants (moteurs et résines a priori) sur ses lignes de production et affiche à fin mars un niveau de surstock de produits (quasi) finis d'env. 600 unités, surstock qui devrait selon le management se liquider dans la saison. Cela sous entend que le rythme de production est bon, et qu'il serait même supérieur aux attentes du management. La demande ne faiblit pas puisque le carnet de commandes atteint les 2Mds€ (+47% vs n-1). Précisons qu'il s'agit d'un carnet avec une visibilité limitée à fin 2023, le groupe ne souhaitant pas s'exposer au-delà dans ce contexte inflationniste. L'Amérique du Nord confirme son dynamisme sur le début 2022 (+19,9% vs n-1), validant la trajectoire de Bénéteau sur le Dayboating. Bénéteau confirme un retour à la croissance des flottes de loueurs (+2,8%). Fountaine Pajot avançait un niveau de demande de la part de cette typologie de clients supérieur à celui d'avant covid (effet rattrapage/renouvellement des flottes vieillissantes + reconstitution).

Valorisation

Il faut regarder à l'horizon pour Bénéteau. Nous pensons que la reprise de certains marchés (flottes de loueurs), la mise en place de partenariats au niveau production et l'accélération de l'effet prix sur la saison devraient permettre de redresser des multiples en berne sous crainte de haut de cycle. Nous relevons notre obj. à 18,2€ vs 17,5€ préc., avec notamment l'intégration d'une prime ESG de +10,0% sur notre valorisation par DCF.

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 10/06/2022 - 15:31 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

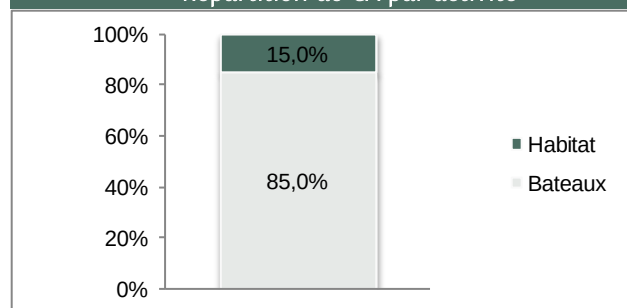
BENETEAU

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	1 208,3	1 287,1	1 336,1	1 344,5	1 227,2	1 425,0	1 490,0	1 550,0
var. n/n-1	11,5%	6,5%	3,8%	0,6%	-8,7%	16,1%	4,6%	4,0%
var. organique	11,5%	6,5%	3,8%	0,6%	-8,7%	16,1%	4,6%	4,0%
EBE	149,6	152,8	156,1	95,0	159,9	203,8	217,9	232,0
ROC	85,6	87,5	81,9	-8,1	95,8	127,8	141,9	156,0
var. n/n-1	96,4%	2,3%	-6,4%	+/-	-/+	33,5%	11,0%	9,9%
ROP	79,7	87,5	77,7	-86,6	97,0	127,8	141,9	156,0
RCAI	75,3	88,5	70,8	-92,0	94,6	124,8	138,9	153,0
IS	-19,9	-32,4	-27,6	8,4	-25,1	-33,7	-37,5	-41,3
RN Pdg publié	59,7	61,2	49,4	-80,9	73,4	95,7	106,0	116,3
RN Pdg corrigé	54,5	61,3	50,1	-59,7	65,9	95,6	105,8	116,1
var. n/n-1	+/+	12,6%	-18,4%	+/-	-/+	45,1%	10,7%	9,7%
Tmva CA 2019 / 2023e	2,8%							
Marge brute (%)	50,9%	52,2%	53,9%	54,1%	53,0%	52,2%	52,5%	52,7%
Marge opérationnelle (%)	6,6%	6,8%	5,8%	-6,4%	7,9%	9,0%	9,5%	10,1%
Marge nette (%)	4,5%	4,8%	3,7%	-4,4%	5,4%	6,7%	7,1%	7,5%
Taux IS (%)	26,4%	36,6%	38,9%	9,2%	26,6%	27,0%	27,0%	27,0%
Frais de personnel / CA (%)	25,5%	27,0%	28,5%	32,5%	27,7%	-	-	-
CA/effectif (K€)	178	174	160	179	164	-	-	-
var. n/n-1	6,6%	-2,2%	-8,4%	11,8%	-8,2%	-	-	-
Effectif moyen	6 778	7 379	8 361	7 528	7 483	-	-	-
var. n/n-1	4,6%	8,9%	13,3%	-10,0%	-0,6%	-	-	-

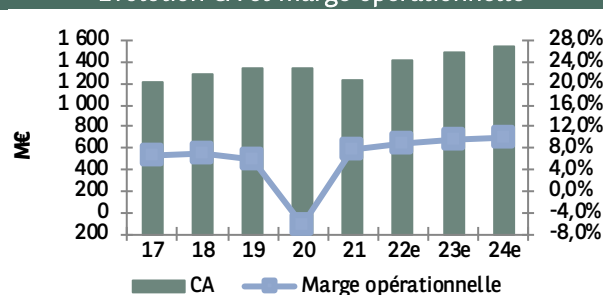
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	589,3	631,6	645,2	543,0	630,6	701,5	777,7	864,1
Dettes financières nettes	-109,7	-161,9	-97,0	-93,4	-222,4	-275,1	-290,2	-368,2
Autres	19,0	11,2	20,8	34,3	-11,3	-15,8	-20,3	-24,8
Capitaux investis	500,0	482,6	567,9	482,1	396,8	410,4	466,9	470,7
Immobilisations nettes	462,1	487,1	514,6	456,1	511,3	511,1	514,1	520,1
dont écarts d'acquisition	79,2	79,2	79,2	79,2	79,2	79,2	79,2	79,2
dont financières	42,4	47,1	49,6	58,2	96,6	101,1	105,6	110,1
BFR	80,3	42,7	102,9	84,2	-18,0	0,4	58,3	60,7
Actif économique	500,0	482,6	567,9	482,1	396,8	410,4	466,9	470,7
Gearing (%)	-18,6%	-25,6%	-15,1%	-17,3%	-35,3%	-39,2%	-37,3%	-42,6%
BFR/CA (%)	6,6%	3,3%	7,7%	6,3%	-1,5%	0,0%	3,9%	3,9%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	10,1%	9,7%	7,7%	ns	11,6%	13,6%	13,6%	13,5%
ROACE (%) après IS normé	10,3%	11,7%	9,7%	ns	14,5%	23,1%	23,6%	24,3%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	131,4	121,2	133,1	67,2	148,9	167,1	177,4	187,7
Variation BFR	50,0	33,5	-49,8	25,8	82,1	-18,4	-58,0	-2,3
Investissements industriels	-75,9	-82,7	-79,8	-67,5	-54,5	-71,3	-74,5	-77,5
% du CA	6,3%	6,4%	6,0%	5,0%	4,4%	5,0%	5,0%	5,0%
Cash Flow Libre	105,6	72,0	3,6	25,5	176,4	77,5	44,9	107,8
Cessions d'actifs	0,0	-0,7	1,2	1,1	0,4	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	-1,8	-22,9	-1,6	-47,9	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-8,3	-20,4	-21,4	-18,9	0,0	-24,8	-29,8	-29,8
Augmentation de capital	0,1	2,1	-3,7	-4,5	1,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-1,2	1,1	-21,7	-5,3	-0,7	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-96,2	-52,2	64,9	3,6	-129,0	-52,7	-15,1	-78,0
Dettes financières nettes	-109,7	-161,9	-97,0	-93,4	-222,4	-275,1	-290,2	-368,2

Répartition du CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



BENETEAU

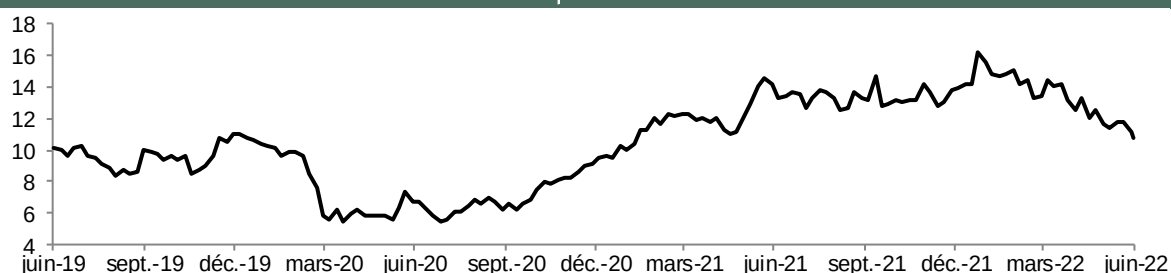
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,73	0,74	0,60	-0,98	0,89	1,16	1,29	1,41
var. n/n-1	+ / ++	11,8%	-18,4%	+ / -	- / +	45,1%	10,7%	9,7%
CFPA	1,6	1,5	1,6	0,8	1,8	2,0	2,2	2,3
ANPA	7,2	7,7	7,8	6,6	7,7	8,5	9,5	10,5
Dividende net (versé en n+1)	0,25	0,26	0,23	0,00	0,30	0,36	0,36	0,36
Payout (%)	37,5%	34,9%	37,8%	0,0%	37,5%	31,0%	28,0%	25,5%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	20,6%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	7,5%							

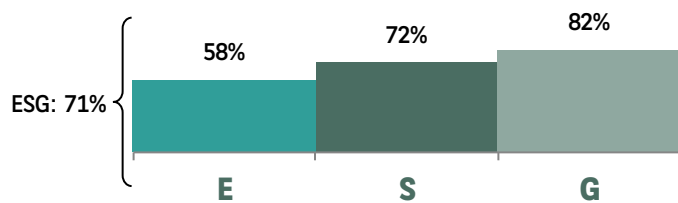
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	18,9	23,3	18,6	ns	15,9	9,2	8,3	7,6
PCF (x)	7,8	11,8	7,0	9,8	7,1	5,3	5,0	4,7
PAN (x)	1,7	2,3	1,4	1,2	1,7	1,3	1,1	1,0
VE/CA (x)	0,8	1,0	0,6	0,4	0,7	0,4	0,4	0,3
VE/EBE (x)	6,2	8,4	5,4	5,9	5,2	3,0	2,7	2,2
VE/ROP (x)	11,7	14,6	10,8	ns	8,6	4,8	4,2	3,3
Free Cash Flow Yield (%)	10,3%	5,0%	0,4%	3,9%	16,8%	8,8%	5,1%	12,2%
Rendement (%)	0,8%	1,4%	2,3%	2,9%	0,0%	2,8%	3,4%	3,4%
Capitalisation (M€)	1 042,5	1 438,9	937,9	659,3	1 057,3	887,5	887,5	887,5
Valeur d'Entreprise (VE)	934,2	1 278,6	839,8	564,2	834,7	612,2	597,0	518,9
Cours de référence (€)	12,6	17,4	11,3	8,0	12,8	10,7	10,7	10,7
Nb de titres (Mio)	82,790	82,790	82,790	82,790	82,790	82,790	82,790	82,790
Nb de titres corrigé (Mio)	81,678	82,239	82,239	82,239	82,239	82,239	82,239	82,239
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	15/03/1984							
Cours d'introduction ajusté	0,4 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	-	-	-	-	286,5	317,0
CA T2	-	-	-	-	372,3	
CA S1	430,3	465,0	496,0	519,4	658,8	
ROP S1	-6,7	-4,3	-3,3	-9,3	60,2	
RN pdg corrigé S1	-5,0	-1,3	-3,8	-8,1	42,6	
Marge opérationnelle S1	-1,5%	-0,9%	-0,7%	-1,8%	9,1%	
Marge nette S1	-1,2%	-0,3%	-0,8%	-1,6%	6,5%	
CA T3	422,9	421,0	434,0	249,2	264,6	
CA T4	355,1	401,1	406,1	380,5	303,8	
CA S2	778,0	822,1	840,1	629,7	568,4	
ROP S2	86,4	91,9	81,1	-77,3	36,8	
RN pdg corrigé S2	63,8	61,1	50,9	-68,8	26,4	
Marge opérationnelle S2	11,1%	11,2%	9,6%	-12,3%	6,5%	
Marge nette S2	8,2%	7,4%	6,1%	-10,9%	4,6%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	-	-	-	-	- / +	10,6%
CA T2	-	-	-	-	- / +	
CA T3	13,9%	-0,4%	3,1%	-42,6%	6,2%	
CA T4	-2,5%	12,9%	1,3%	-6,3%	-20,2%	
CA S1	23,6%	8,1%	6,7%	4,7%	26,8%	
CA S2	5,8%	5,7%	2,2%	-25,1%	-9,7%	
ROP S1	- / -	- / -	- / -	+ / ++	- / +	
ROP S2	16,5%	6,4%	-11,8%	+ / -	- / +	

Historique de cours





BENETEAU

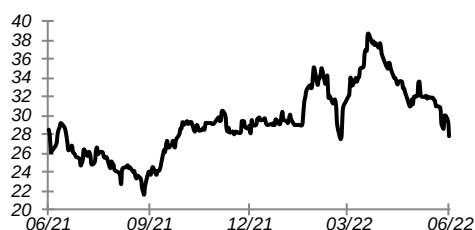
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	0,8	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	0	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	28%	29%	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	1	1	1	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	7,0%	6,9%	6,7%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	63%	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	6,8%	9,1%	10%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	476	574	449	
Taux d'absentéisme	7,5%	7,1%	9,4%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,2	0,2	0,2	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	7	8	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Oui	Oui	Oui	
Comité RSE	oui / non	oui	oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	oui	oui	oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	70%	70%	70%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	16,2	7,2	10,7	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	0,0%	99%	92%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

BIOCORP

Medtech



Cours : 27,80€ 14 Jun 2022

Objectif : 43,80€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext GROWTH
ISIN / Mnémonique FR0012788065 / ALCOR
Reuters / Bloomberg ALCOR.PA / ALCOR:FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **121,3**
Flottant (%) 53,9%
Nbre de Titres (Mio) 4,362
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Famille Gardette 45,8%
Actions auto détenues 0,3%
Flottant 53,9%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	45,6
PCF	ns	ns	ns
VE/CA	12,0	9,6	6,1
VE/ROP	ns	ns	ns
PAN	ns	27,5	17,1
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-1,2%	0,0%	-0,8%
ROACE	4,5%	17,2%	28,9%

	10,2	12,7	20,4
CA	10,2	12,7	20,4
CA précédent	10,2	12,7	20,4
var. n/n-1	20,9%	24,5%	60,3%
EBE	0,9	1,8	3,7
ROC	0,1	1,0	2,6
% CA	1,3%	7,9%	12,6%
ROP	0,2	1,0	2,6
% CA	1,8%	7,9%	12,6%
RN Pdg publié	0,3	1,3	2,7
% CA	2,9%	10,1%	13,0%

	0,07	0,30	0,61
BNPA	0,07	0,30	0,61
BNPA précédent	0,07	0,30	0,61
var. n/n-1	ns	338,4%	106,1%
BNPA Cor	0,07	0,30	0,61
ANPA	0,7	1,0	1,6
Dividende net	0,00	0,00	0,00

	2,1	2,1	3,0
DFN	2,1	2,1	3,0

Clément Bassat, Analyste Financier
Maxence Dhoury

clement.bassat@bnpparibas.com

Get in the loop

Activité

Biocorp est une entreprise française cotée depuis 2015 sur Euronext Growth dont l'activité historique de plasticien pour l'industrie pharmaceutique a servi de tremplin vers celle de Medtech dont l'ambition est d'apporter aux patients des solutions connectées, miniaturisées et sur-mesure. Son produit phare Mallya, aujourd'hui dédié au diabète, embarque une technologie applicable dans de nombreuses indications.

Marché / Concurrence

D'après la Fédération International du diabète, seulement 55% des 537 millions de diabétiques sont diagnostiqués, soit 295 millions de personnes. La maladie étant évolutive, chaque patient dispose d'un traitement adapté à sa situation. L'insulinothérapie est le dernier stade de l'arsenal thérapeutique et il est estimé qu'environ 60 millions de patients utilisent un stylo jetable d'insuline. Mallya s'adresse à ces derniers au travers de partenariats noués avec les grands insulineurs tel que Sanofi (deal exclusif) et Novo (deal non exclusif). Le 3^e acteur, Lilly, développe lui-même son propre dispositif mais accepte Mallya sur ses stylos actuels.

Plus généralement, l'univers du diabète est constitué de médicaments et de dispositifs médicaux permettant d'ajuster leur administration. Les dispositifs médicaux se digitalisent afin de communiquer entre eux et ainsi réduire au maximum l'intervention humaine. Les équivalents de Mallya sont aujourd'hui proposés par les fabricants de stylos d'insuline (Lilly) ou distribués dans un kit complet de dispositifs médicaux (Bigfoot).

Stratégie / Perspectives

À moyen terme, la stratégie de Biocorp est de s'intégrer durablement dans l'écosystème de traitement du diabète. Toutefois, l'entreprise adapte actuellement la technologie Mallya à l'hormone de croissance et à la fertilité féminine. Aussi, Biocorp dispose d'un portefeuille diversifié de produits dans les seringues et les inhalateurs connectés, lui conférant de nombreux relais de croissance. À long terme, l'ambition de Biocorp est de connecter des appareils jetables qui ne peuvent embarquer la connectivité pour des raisons évidentes de coûts.

Valorisation

Valorisation DCF (10 ans, wacc 9,51%).

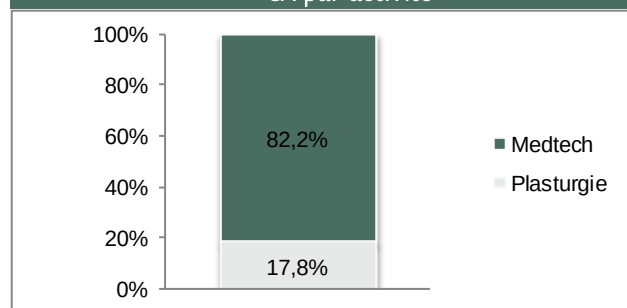
BIOCORP

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	2,3	3,9	8,4	8,5	10,2	12,7	20,4	35,3
var. n/n-1	-21,3%	67,6%	+ / ++	0,1%	20,9%	24,5%	60,3%	72,8%
var. organique	-21,3%	67,6%	117,1%	0,1%	20,9%	24,5%	60,3%	72,8%
EBE	-4,6	-4,3	1,6	-0,9	0,9	1,8	3,7	11,5
ROC	-7,8	-5,3	0,9	-1,6	0,1	1,0	2,6	8,5
var. n/n-1	- / -	- / -	- / +	+ / -	- / +	+ / ++	+ / ++	+ / ++
ROP	-7,9	-5,4	1,0	-1,3	0,2	1,0	2,6	8,5
RCAI	-7,9	-5,6	0,8	-1,5	0,1	1,0	2,6	8,5
IS	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3	0,1	-0,6
RN Pdg publié	-7,5	-5,3	1,0	-1,2	0,3	1,3	2,7	7,8
RN Pdg corrigé	-7,5	-5,3	1,0	-1,2	0,3	1,3	2,7	7,8
var. n/n-1	- / -	- / -	- / +	+ / -	- / +	+ / ++	+ / ++	+ / ++
Tmva CA 2019 / 2023e	24,7%							
Marge brute (%)	33,7%	16,7%	9,6%	7,5%	7,9%	5,7%	2,9%	1,7%
Marge opérationnelle (%)	ns	ns	11,3%	-15,8%	1,8%	7,9%	12,6%	24,1%
Marge nette (%)	ns	ns	11,4%	-14,7%	2,9%	10,1%	13,0%	22,2%
Taux IS (%)	4,7%	5,9%	-20,2%	16,8%	-205,5%	-30,3%	-4,1%	7,5%
Frais de personnel / CA (%)	146,7%	97,1%	41,6%	52,5%	49,4%	42,4%	29,4%	18,3%
CA/effectif (K€)	48	85	184	146	157	-	-	-
var. n/n-1	- / +	74,9%	+ / ++	-20,6%	7,9%	-	-	-
Effectif moyen	48	46	46	58	65	-	-	-
var. n/n-1	- / +	-4,2%	0,0%	26,1%	12,1%	-	-	-

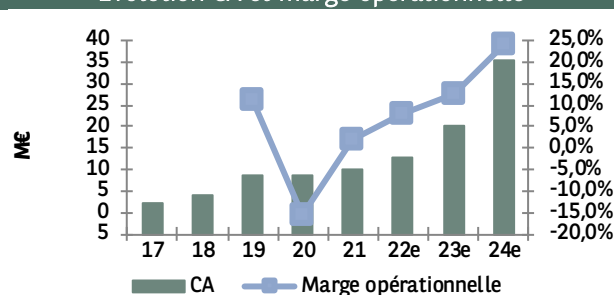
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	-1,3	-1,8	0,0	2,8	3,1	4,4	7,1	14,9
Dettes financières nettes	3,0	3,8	1,8	0,7	2,1	2,1	3,0	-2,8
Autres	0,6	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Capitaux investis	2,4	1,9	1,9	3,1	5,2	6,5	10,1	12,0
Immobilisations nettes	2,2	1,6	2,0	3,9	4,2	4,3	6,7	6,3
dont écarts d'acquisition	-	-	-	-	-	-	-	-
dont financières	0,3	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
BFR	0,4	0,5	0,2	-0,2	1,6	2,7	3,9	6,3
Actif économique	2,4	1,9	1,9	3,1	5,2	6,5	10,1	12,0
Gearing (%)	-237,2%	-207,5%	5794,1%	23,6%	67,2%	47,6%	43,1%	-18,9%
BFR/CA (%)	18,0%	13,8%	3,0%	-2,8%	15,2%	21,0%	19,0%	18,0%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	1,2	ns	2,3	1,2	0,8	ns
ROE (%)	ns	ns	ns	ns	9,4%	29,2%	37,6%	52,6%
ROACE (%) après IS normé	ns	ns	50,4%	ns	4,5%	17,2%	28,9%	68,6%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-4,2	-4,3	1,6	-0,6	1,1	2,1	3,8	10,8
Variation BFR	0,2	-0,8	0,3	0,4	-1,5	-1,1	-1,2	-2,5
Investissements industriels	-0,9	-0,4	-1,0	-2,4	-1,0	-1,0	-3,5	-2,5
% du CA	40,8%	10,5%	11,5%	28,7%	9,8%	7,9%	17,1%	7,1%
Cash Flow Libre	-5,0	-5,5	0,9	-2,6	-1,5	0,0	-0,9	5,9
Cessions d'actifs	0,3	0,3	0,5	2,3	2,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,3	-0,4	-0,5	-2,4	-2,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	4,7	0,9	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,1	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	5,0	0,8	-1,9	-1,2	1,4	0,0	0,9	-5,9
Dettes financières nettes	3,0	3,8	1,8	0,7	2,1	2,1	3,0	-2,8

CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



BIOCORP

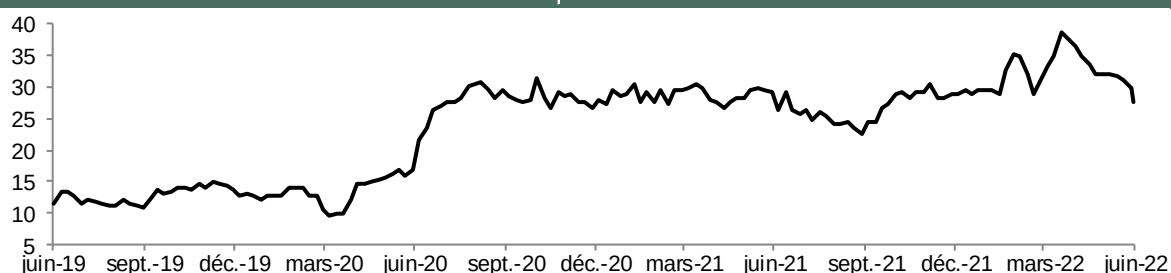
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-2,21	-1,32	0,23	-0,28	0,07	0,30	0,61	1,80
var. n/n-1	-/--	- -/-	-/+	-/-	-/+	+/>++	+/>++	+/>++
CFPA	-1,2	-1,1	0,4	-0,1	0,2	0,5	0,9	2,5
ANPA	-0,4	-0,5	0,0	0,7	0,7	1,0	1,6	3,4
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	27,4%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	22,4%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	48,4	ns	ns	ns	45,6	15,5
PCF (x)	ns	ns	29,1	ns	ns	ns	ns	11,2
PAN (x)	ns	ns	ns	ns	ns	27,5	17,1	8,1
VE/CA (x)	15,4	10,9	5,7	11,1	12,0	9,6	6,1	3,3
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	10,3
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	13,9
Free Cash Flow Yield (%)	-15,1%	-14,2%	2,0%	-2,8%	-1,2%	0,0%	-0,8%	4,8%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	33,1	38,9	46,5	93,6	121,1	121,3	121,3	121,3
Valeur d'Entreprise (VE)	35,8	42,4	47,9	93,7	122,7	122,8	123,8	117,9
Cours de référence (€)	9,8	9,6	11,2	21,5	27,8	27,8	27,8	27,8
Nb de titres (Mio)	3,390	4,033	4,147	4,362	4,362	4,362	4,362	4,362
Nb de titres corrigé (Mio)	3,390	4,033	4,147	4,362	4,362	4,362	4,362	4,362
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	17/07/2015							
Cours d'introduction ajusté	5,8 €							

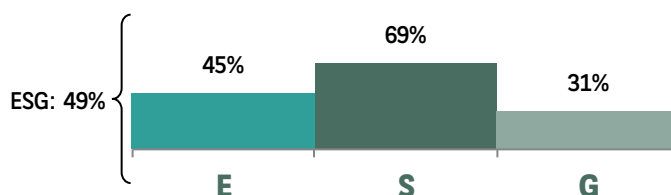
Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22	23	24
CA T1	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S1	1,1	2,0	5,2	3,8	3,6			
ROP S1	-2,8	-2,8	1,2	-1,0	-1,3			
RN pdg corrigé S1	-2,7	-2,7	1,2	-0,8	-1,2			
Marge opérationnelle S1	ns	ns	22,9%	-25,2%	-37,0%			
Marge nette S1	ns	ns	23,6%	-20,4%	-34,1%			
CA T3			-	-	-	-	-	-
CA T4			-	-	-	-	-	-
CA S2	1,3	1,9	3,2	4,6	6,6			
ROP S2	-5,1	-2,6	-0,2	-0,4	1,5			
RN pdg corrigé S2	-4,8	-2,6	-0,3	-0,5	1,5			
Marge opérationnelle S2	ns	ns	-7,6%	-8,1%	22,9%			
Marge nette S2	ns	ns	-8,7%	-10,0%	22,9%			

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>								
CA T1	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S1	-33,3%	83,8%	+/>++	-27,4%	-5,7%			
CA S2	-7,2%	53,9%	65,8%	45,2%	42,7%			
ROP S1	-/--	-/--	-/+	+/-	-/--			
ROP S2	-/--	- -/-	- -/-	-/--	-/+			

Historique de cours



BIOCORP



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	35%	37%	38%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	ND	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	ND	ND	ND	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	Middledenext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	5	5	5	
<i>dont indépendants</i>	2	2	2	
<i>dont femmes</i>	0	0	0	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Non	Non	Non	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	65%	62%	63%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Non	
Déclaration de la rémunération du CEO	Non	Non	Non	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

BONDUELLE

Agro-alimentaire



Cours : 16,20€ 14 Jun 2022

Objectif : 27,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000063935 / BON
Reuters / Bloomberg	BOND.PA / BON FP
Indice	CAC Small
Éligibilité PEA-PME	Non

Capitalisation (M€)	528,6
Flottant (%)	39,0%
Nbre de Titres (Mio)	32,630
Date de clôture	30-Jun

Actionnariat	
Associés commandités	32,1%
Autre famille Bonduelle - Dalle	23,7%
Salariés et Autocontrôle	5,7%
Public	38,6%

	20	21e	22e
PER	11,1	7,7	6,1
PCF	3,8	2,8	2,5
VE/CA	0,5	0,4	0,3
VE/ROP	13,4	10,1	7,7
PAN	0,9	0,7	0,6
Rendement	1,9%	2,8%	3,4%
Free Cash Flow Yield	4,4%	12,9%	19,4%
ROACE	5,4%	6,0%	7,3%

CA	2 778,6	2 923,2	2 996,3
CA précédent	2 778,6	2 923,2	2 996,3
var. n/n-1	-2,7%	5,2%	2,5%
EBE	190,8	199,8	222,9
ROC	100,4	109,4	132,4
% CA	3,6%	3,7%	4,4%
ROP	97,2	109,4	132,4
% CA	3,5%	3,7%	4,4%
RN Pdg publié	57,2	67,3	85,1
% CA	2,1%	2,3%	2,8%

BNPA	1,78	2,09	2,65
BNPA précédent	1,78	2,09	2,65
var. n/n-1	3,7%	17,8%	26,4%
BNPA Cor	1,85	2,09	2,65
ANPA	23,0	24,6	26,8
Dividende net	0,45	0,55	0,60

DFN	641,6	588,7	505,1

Nicolas Montel, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 59 10
nicolas.montel@bnpparibas.com

Le leader des légumes

Activité

Bonduelle est le leader mondial du marché des légumes élaborés. Le groupe est présent en Europe (46% CA) et dans deux grandes zones hors d'Europe : Canada/USA (49% CA) et Russie/Europe Centrale (5% CA). La société produit trois technologies de légumes (Conserve 39% CA, Surgelé 24% CA et Frais 37% CA) à destination de la grande distribution, de la restauration et de l'industrie.

Marché / Concurrence

Le marché des légumes, estimé à près de 201Md€ en Europe et en Amérique du Nord, est porté par l'évolution des habitudes de consommation et une prise de conscience vis-à-vis des problèmes de santé liés à l'alimentation. Les zones géographiques affichent des tendances différentes, avec des marchés matures en Europe de l'Ouest et Amérique du Nord et des marchés en forte croissance en Europe de l'Est et au Brésil. Sur le métier historique de la conserve, Bonduelle est leader en Europe (15% pdm), au Canada (~83% pdm) et en Russie (45% pdm sur le maïs et 39% sur le Pois). Les deux concurrents principaux sont : la coopérative française Cecab (marque d'Aucy) et Géant Vert (General Mills). En Frais, le groupe est leader européen (pdm sur les salades en Sachet de 22% en France, 10% en Allemagne et 13% en Italie) devant Florette (Agrial) et Les Crudettes. Sur le Surgelé, Bonduelle possède 18% de pdm en France derrière Iglo et est leader au Canada (~80% pdm). Aux États-Unis, le groupe est leader des salades en bols (28% pdm).

Stratégie / Perspectives

Bonduelle est un « pure player » du légume élaboré dont le modèle est caractérisé par la diversité de couples produits-marchés. Le groupe a été actif en croissance externe ces dernières années en rachetant début 2017, Ready Pac Food et en juillet 2018 les activités de fruits et légumes transformés Del Monte au Canada. L'activité Ready Pac Food est spécialisée dans les salades bowls mais propose également des salades en sachet, fruits frais et des mélanges de légumes à ses clients retail et RHF. La société a annoncé le 23 mai, être entrée en négociations exclusives avec le Fonds de solidarité FTQ et la Caisse de dépôt et placement du Québec en vue de la cession de 65 % de ses activités de conserve et surgelé en Amérique du Nord (Bonduelle Americas Long Life, 22% du CA groupe). Face aux investissements de capacité nécessaires à sa croissance en Private Label (stérilisateur, tunnel de surgélation et entreposage) et à la faible part des activités réalisées à marque (entre 15% et 20% au travers d'Artic Gardens, de Del Monte et de Bonduelle), le management souhaite en effet se désengager progressivement de ces activités. Lors de la publication de CA T3, le management a confirmé son objectif de croissance du CA de l'ordre de 3% et d'une MOC de 3,6% à pcc.

Valorisation

La cession de BALL sur la base de multiple élevé (VE/EBITDA de 8,2x) fait ressortir la sous valorisation actuelle de Bonduelle. Les 100% de BALL sont valorisés 650MCAD soit 478M€ alors que la capitalisation boursière de l'ensemble du groupe Bonduelle est proche de 560M€.

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 13/06/2022 - 15:25 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

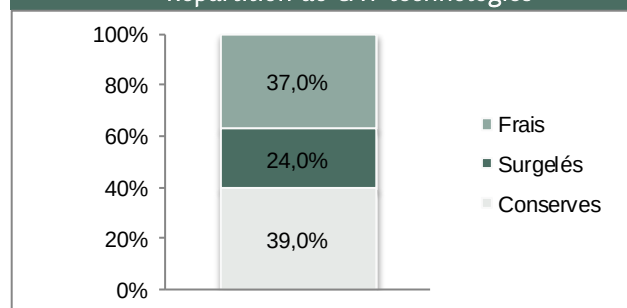
BONDUELLE

Exploitation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
CA	2 288,1	2 776,6	2 777,1	2 854,9	2 778,6	2 923,2	2 996,3	3 074,2
var. n/n-1	16,3%	21,4%	0,0%	2,8%	-2,7%	5,2%	2,5%	2,6%
var. organique	2,7%	0,3%	-1,5%	1,4%	0,0%	2,6%	2,5%	2,6%
EBE	201,5	178,0	164,0	199,1	190,8	199,8	222,9	228,7
ROC	108,3	123,6	123,7	108,7	100,4	109,4	132,4	138,1
var. n/n-1	4,6%	14,2%	0,0%	-12,1%	-7,6%	9,0%	21,0%	4,3%
ROP	100,2	119,0	115,8	101,9	97,2	109,4	132,4	138,1
RCAI	82,1	93,7	93,1	75,9	79,4	93,5	118,2	126,1
IS	-22,3	-21,4	-20,6	-21,3	-22,2	-26,2	-33,1	-35,3
RN Pdg publié	59,9	72,4	72,6	54,6	57,2	67,3	85,1	90,8
RN Pdg corrigé	65,8	76,0	72,7	59,6	59,5	67,3	85,1	90,8
var. n/n-1	11,2%	15,5%	-4,3%	-18,1%	-0,2%	13,3%	26,4%	6,7%
Tmva CA 2018 / 2022e	1,9%							
Marge brute (%)	50,1%	48,2%	48,4%	49,2%	50,3%	50,2%	50,3%	50,3%
Marge opérationnelle (%)	4,4%	4,3%	4,2%	3,6%	3,5%	3,7%	4,4%	4,5%
Marge nette (%)	2,9%	2,7%	2,6%	2,1%	2,1%	2,3%	2,8%	3,0%
Taux IS (%)	27,2%	22,8%	22,1%	28,1%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Frais de personnel / CA (%)	18,6%	19,7%	20,2%	21,0%	22,0%	22,0%	21,5%	21,5%
CA/effectif (K€)	154	183	190	195	188	-	-	-
var. n/n-1	-21,9%	18,5%	4,2%	2,6%	-3,6%	-	-	-
Effectif moyen	14 839	15 195	14 589	14 617	14 762	-	-	-
var. n/n-1	49,0%	2,4%	-4,0%	0,2%	1,0%	-	-	-

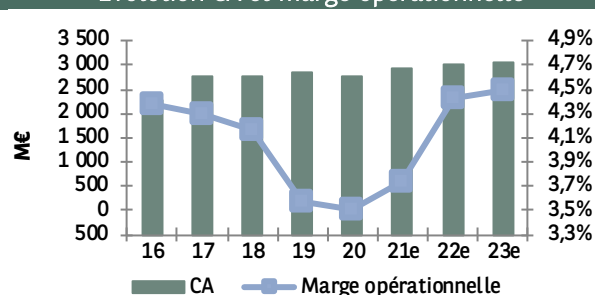
Bilan	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Fonds propres Pdg	598,9	639,2	717,4	709,9	739,8	792,9	860,6	932,5
Dettes financières nettes	689,5	635,3	675,2	652,7	641,6	588,7	505,1	417,8
Autres	-12,5	-1,7	-8,7	-89,2	-82,1	-71,3	-60,2	-48,8
Capitaux investis	1 283,5	1 280,4	1 391,4	1 273,3	1 299,3	1 310,4	1 305,6	1 301,5
Immobilisations nettes	1 094,9	1 064,8	1 126,7	1 210,7	1 206,4	1 205,3	1 194,5	1 183,8
dont écarts d'acquisition	211,0	211,0	211,0	211,0	211,0	211,0	211,0	211,0
dont financières	76,5	56,6	60,1	145,4	140,2	140,2	140,2	140,2
BFR	265,2	272,1	324,8	208,1	233,1	245,2	251,3	257,9
Actif économique	1 283,5	1 280,4	1 391,4	1 273,3	1 299,3	1 310,4	1 305,6	1 301,5
Gearing (%)	113,7%	98,2%	93,1%	91,9%	86,7%	74,2%	58,7%	44,8%
BFR/CA (%)	11,6%	9,8%	11,7%	7,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Dettes financières nettes/EBE (x)	3,4	3,6	4,1	3,3	3,4	2,9	2,3	1,8
ROE (%)	10,0%	11,3%	10,1%	7,7%	7,7%	8,5%	9,9%	9,7%
ROACE (%) après IS normé	6,3%	7,2%	6,2%	5,5%	5,4%	6,0%	7,3%	7,6%

Financement	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Cash Flow	131,4	160,7	154,4	163,9	172,5	189,2	207,1	212,9
Variation BFR	89,9	-19,2	-35,4	16,2	-38,8	-12,1	-6,1	-6,5
Investissements industriels	-64,8	-97,7	-118,4	-97,6	-104,7	-110,0	-100,0	-100,0
% du CA	2,8%	3,5%	4,3%	3,4%	3,8%	3,8%	3,3%	3,3%
Cash Flow Libre	156,4	43,8	0,6	82,5	29,0	67,1	100,9	106,3
Cessions d'actifs	11,7	1,0	1,5	0,7	1,3	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-376,8	0,0	-28,1	-1,4	-4,4	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-13,8	-4,9	-8,9	-16,3	-13,2	-14,2	-17,4	-18,9
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Autres	1,7	14,3	-4,9	-43,0	-1,7	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	220,7	-54,2	39,9	-22,5	-11,1	-52,9	-83,6	-87,4
Dettes financières nettes	689,5	635,3	675,2	652,7	641,6	588,7	505,1	417,8

Répartition du CA / technologies



Evolution CA et marge opérationnelle



BONDUELLE

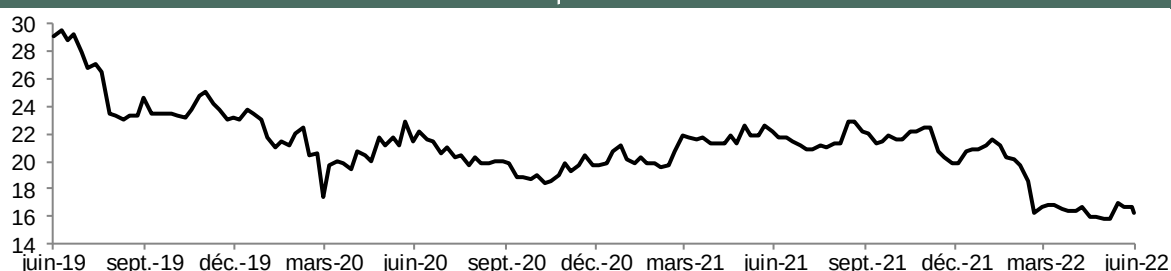
Données par action	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
BNPA	1,91	2,29	2,27	1,71	1,78	2,09	2,65	2,82
var. n/n-1	10,8%	14,4%	-5,3%	-17,9%	-1,1%	13,3%	26,4%	6,7%
CFPA	4,2	5,1	4,8	5,1	5,4	5,9	6,4	6,6
ANPA	19,1	20,2	22,4	22,3	23,0	24,6	26,8	29,0
Dividende net (versé en n+1)	0,45	0,50	0,50	0,40	0,45	0,55	0,60	0,65
Payout (%)	21,4%	20,8%	22,0%	21,4%	24,4%	26,3%	22,7%	23,0%
Tmva BNPA 2018 / 2022e	3,8%							
Tmva CFPA 2018 / 2022e	7,4%							

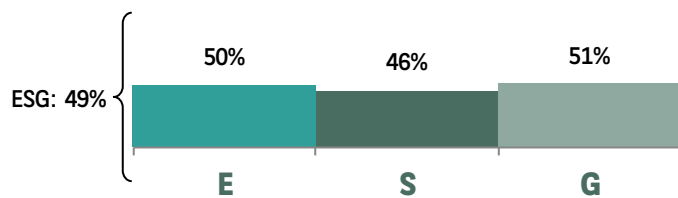
Valorisation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
PER (x)	12,3	15,3	12,9	12,2	11,1	7,7	6,1	5,7
PCF (x)	6,2	7,2	6,1	4,4	3,8	2,8	2,5	2,4
PAN (x)	1,4	1,8	1,3	1,0	0,9	0,7	0,6	0,6
VE/CA (x)	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
VE/EBE (x)	7,5	10,2	9,9	6,9	6,8	5,6	4,6	4,1
VE/ROP (x)	15,1	15,2	14,0	13,6	13,4	10,1	7,7	6,8
Free Cash Flow Yield (%)	19,3%	3,8%	0,1%	11,3%	4,4%	12,9%	19,4%	20,4%
Rendement (%)	1,7%	1,2%	1,7%	2,2%	1,9%	2,8%	3,4%	3,7%
Capitalisation (M€)	817,3	1 171,6	939,2	729,8	659,8	520,9	520,9	520,9
Valeur d'Entreprise (VE)	1 514,4	1 814,5	1 621,9	1 382,5	1 301,4	1 109,7	1 026,1	938,7
Cours de référence (€)	25,9	36,8	29,3	22,8	20,5	16,2	16,2	16,2
Nb de titres (Mio)	31,527	31,851	32,097	31,961	32,156	32,156	32,156	32,156
Nb de titres corrigé (Mio)	31,291	31,610	31,970	31,885	32,169	32,169	32,169	32,169
% de la dilution	0,8%	0,6%	1,0%	1,6%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Date d'introduction	25/06/1998							
Cours d'introduction ajusté	6,4 €							

Données intermédiaires	16	17	18	19	20	21
CA T1	479,8	690,6	682,1	684,3	680,5	672,5
CA T2	545,8	729,7	724,5	758,0	761,0	770,3
CA S1	1 025,6	1 420,3	1 406,6	1 442,3	1 441,5	1 442,8
ROP S1	60,3	65,0	58,1	52,6	50,5	97,2
RN pdg corrigé S1	37,5	37,6	34,2	34,9	29,9	59,1
Marge opérationnelle S1	5,9%	4,6%	4,1%	3,6%	3,5%	6,7%
Marge nette S1	3,7%	2,6%	2,4%	2,4%	2,1%	4,1%
CA T3	526,8	672,9	675,6	761,2	674,5	725,9
CA T4	735,7	683,4	694,9	651,4	662,5	
CA S2	1 262,5	1 356,3	1 370,5	1 412,6	1 337,0	
ROP S2	39,9	54,1	57,7	49,3	46,8	
RN pdg corrigé S2	28,3	38,4	38,6	24,7	29,5	
Marge opérationnelle S2	3,2%	4,0%	4,2%	3,5%	3,5%	
Marge nette S2	2,2%	2,8%	2,8%	1,7%	2,2%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	3,7%	43,9%	-1,2%	0,3%	-0,6%	-1,2%
CA T2	-0,5%	33,7%	-0,7%	4,6%	0,4%	1,2%
CA T3	11,7%	27,7%	0,4%	12,7%	-11,4%	7,6%
CA T4	51,9%	-7,1%	1,7%	-6,3%	1,7%	
CA S1	1,4%	38,5%	-1,0%	2,5%	-0,1%	0,1%
CA S2	32,1%	7,4%	1,0%	3,1%	-5,4%	
ROP S1	-4,2%	7,8%	-10,6%	-9,5%	-4,0%	92,7%
ROP S2	20,7%	35,4%	6,7%	-14,5%	-5,2%	

Historique de cours





BONDUELLE

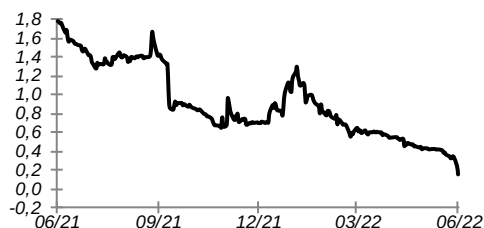
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	76,6	73,0	77,0	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	43%	42%	43%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	1,7%	1,6%	2,0%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	29%	12%	15%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	1 190 098	1 273 534	1 465 817	
Taux d'absentéisme	4,6%	4,9%	4,3%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	6,4	7,2	5,1	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	Oui	Oui	Oui	Afep-Medef
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	Société en commandite par action Gérant Pierre et Benoît Bonduelle SAS (président Christophe Bonduelle) avec Conseil de surveillance détenant Bonduelle SA à Conseil d'administration (président Christophe Bonduelle)
Nombre de membres composants le conseil d'administration	8	8	9	Conseil de surveillance
<i>dont indépendants</i>	7	7	8	Conseil de surveillance
<i>dont femmes</i>	3	3	3	Conseil de surveillance
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	Conseil d'administration (non dans le conseil de surveillance)
Assiduité des membres du CA	93%	100%	98%	Conseil de surveillance
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	Conseil de surveillance
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	68%	69%	69%	*Dont 7,47% actionnaires familiaux non concertistes
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Non	Rémunération de la gérance et du comité de direction dans sa globalité
Déclaration de la rémunération du CEO	Non	Non	Non	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	25,62	32,19	39,19	Vs le Gérant
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	ISO 22000 sécurité alimentaire
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	ISO 9001 sur 2 sites
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	87%	95%	97%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

BOOSTHEAT

Industrie



Cours : 0,15€

14 Jun 2022

SUSPENDUE

Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0011814938 / ALBOO
Reuters / Bloomberg ALBOO:PA / ALBOO:FP
Indice CAC Small
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME

Capitalisation (M€) **1,8**
Flottant (%) 91,8%
Nbre de Titres (Mio) 11,882
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Verrier Franck 4,6%
Jacquet Luc 3,3%
Salariés 0,0%
Autocontrôle 0,3%

	21	22e	23e
PER	ns	-	-
PCF	ns	-	-
VE/CA	-	-	-
VE/ROP	-	-	-
PAN	ns	-	-
Rendement	0,0%	0,0%	-
Free Cash Flow Yield	-66,7%	-	-
ROACE	ns	-	-

CA	-0,3	-	-
var. n/n-1	ns	-	-
EBE	-7,9	-	-
ROC	-11,7	-	-
% CA	ns	-	-
ROP	-11,2	-	-
% CA	ns	-	-
RN Pdg publié	-11,7	-	-
% CA	ns	-	-

BNPA	-0,88	-	-
var. n/n-1	ns	-	-
BNPA Cor	-0,95	-	-
ANPA	-0,8	-	-
Dividende net	0,00	-	-

DFN	13,7	-	-

En recherche de partenariat

Activité

Créée en 2011, la société Boostheat produit des compresseurs thermodynamiques pour les chaudières gaz haut de gamme à haute efficacité énergétique. L'offre de chauffage de Boostheat s'appuie sur la combinaison de deux technologies déjà éprouvées (chaudière à condensation et pompe à chaleur air-eau) pour constituer une unité de chauffage hybride. L'utilisation conjointe d'une chaudière et d'une pompe à chaleur gaz (vs électrique) optimise le pouvoir calorifique et se traduit par 1/ un meilleur rendement énergétique; 2/ une diminution de la facture de chauffage; 3/ une grande fiabilité dans le temps (très peu d'usure). Boostheat adresse prioritairement le marché du chauffage pour l'habitat individuel en rénovation et le petit habitat collectif et tertiaire. Géographiquement, la société se concentre à court terme sur la France et l'Allemagne, et plus marginalement sur la Suisse à travers un partenariat avec son actionnaire Holdigaz.

Marché / Concurrence

La croissance du marché, de l'ordre de 3 à 5 % par an, repose essentiellement sur un marché de rénovation. Le vieillissement et le remplacement des unités existantes offrent des débouchés considérables : près de 25% des chaudières individuelles ont plus de 20 ans en France (soit 12 millions d'unités). Sur le marché européen, 22 % des chaudières à gaz, 47 % des chaudières au fioul et 58 % des chaudières à charbon ont plus de 25 ans. Du fait d'importantes barrières à l'entrée (intensité capitaliste, niveau de technicité des équipements), l'industrie des chaudières pour le chauffage central est fortement concentrée en Europe et plus particulièrement en France et en Allemagne. En France, les cinq premiers acteurs génèrent 79% de l'activité et les 10 premiers totalisent 95%. Le marché allemand est également fortement concentré. Les trois premiers fabricants représentent 60% des volumes d'unités vendues (Source BSRIA) et les cinq premiers 83%.

Stratégie / Perspectives

Performante sur les plans écologiques, la solution Boostheat est bien positionnée pour capter une part de la croissance du marché. En 2020, la société a suspendu la commercialisation de sa chaudière afin de développer une nouvelle version capable d'atteindre la même performance en condition réelle d'utilisation qu'en usine. Boostheat cherche actuellement des partenaires industriels commerciaux pour relancer ses activités commerciales et industrielles.

Valorisation

En l'absence de date de relance de la commercialisation, nous avons suspendu notre Opinion sur le titre.

Nicolas Montel, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 59 10
nicolas.montel@bnpparibas.com

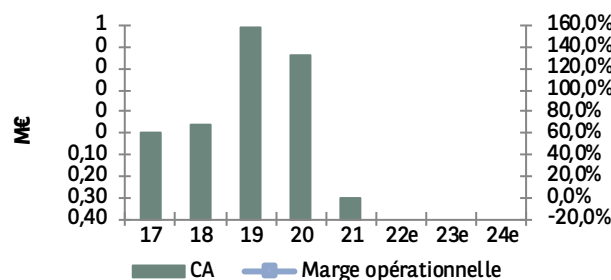
BOOSTHEAT

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	0,0	0,0	0,5	0,4	-0,3	-	-	-
var. n/n-1	-	+/++	+/++	-25,9%	+/-	-	-	-
var. organique	0,0%	0,0%	1125,0%	-25,9%	-183,6%	-	-	-
EBE	-1,6	-7,3	-10,7	-10,8	-7,9	-	-	-
ROC	-2,0	-8,1	-13,5	-19,7	-11,7	-	-	-
var. n/n-1	+/-	+/++	-/--	-/--	-/-	-	-	-
ROP	-2,1	-8,6	-14,2	-19,8	-11,2	-	-	-
RCAI	-2,4	-9,0	-18,6	-18,8	-12,2	-	-	-
IS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-	-	-
RN Pdg publié	-2,4	-9,0	-18,6	-18,8	-11,7	-	-	-
RN Pdg corrigé	-2,3	-8,5	-18,6	-18,7	-12,6	-	-	-
var. n/n-1	+/-	+/++	+/++	-/--	-/-	-	-	-
Tmva CA 2019 / 2023e	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge brute (%)	ns	-3895,0%	-426,3%	-502,5%	-492,9%	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	ns	ns	ns	ns	ns	-	-	-
Marge nette (%)	ns	ns	ns	ns	ns	-	-	-
Taux IS (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%	-	-	-
Frais de personnel / CA (%)	ns	9907,5%	1226,9%	1558,1%	-1001,3%	-	-	-
CA/effectif (K€)	0	0	5	7	-	-	-	-
var. n/n-1	-	+/++	+/++	35,6%	+/-	-	-	-
Effectif moyen	67	95	97	53	36	-	-	-
var. n/n-1	0,0%	41,8%	2,1%	-45,4%	-33,0%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	5,1	2,5	20,1	0,0	-10,3	-	-	-
Dettes financières nettes	-0,2	4,7	-12,1	2,1	13,7	-	-	-
Autres	0,0	0,5	-0,1	1,0	0,3	-	-	-
Capitaux investis	5,0	7,7	7,9	3,0	3,7	-	-	-
Immobilisations nettes	5,4	9,6	15,7	9,8	3,4	-	-	-
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
dont financières	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	-	-	-
BFR	-0,4	-1,9	-7,6	-6,6	0,5	-	-	-
Actif économique	5,0	7,7	7,9	3,0	3,7	-	-	-
Gearing (%)	-3,1%	187,6%	-60,3%	-5042,3%	-132,5%	-	-	-
BFR/CA (%)	ns	-4740,0%	-1553,1%	-1810,5%	-178,4%	-	-	-
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	ns	ns	ns	112,9%	-	-	-
ROACE (%) après IS normé	ns	ns	ns	ns	ns	-	-	-

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-1,8	-7,4	-12,0	-11,7	-7,9	-	-	-
Variation BFR	-1,1	0,7	-1,3	-0,2	-7,1	-	-	-
Investissements industriels	-2,2	-2,3	-2,3	-0,9	-0,5	-	-	-
% du CA	ns	5867,5%	479,0%	255,1%	-164,8%	-	-	-
Cash Flow Libre	-5,1	-9,1	-15,7	-12,8	-15,5	-	-	-
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
Investissements financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
Augmentation de capital	4,2	6,0	36,8	-0,1	0,0	-	-	-
Autres	0,0	-1,7	-4,4	-1,3	3,9	-	-	-
Variation dettes financières nettes	0,9	4,8	-16,8	14,2	11,6	-	-	-
Dettes financières nettes	-0,2	4,7	-12,1	2,1	13,7	-	-	-

Evolution CA et marge opérationnelle



BOOSTHEAT

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-0,39	-1,40	-1,99	-2,02	-0,88	-	-	-
var. n/n-1	+/-	+ /++	- /--	- /--	- /--	-	-	-
CFPA	-0,3	-1,2	-1,3	-1,3	-0,6	-	-	-
ANPA	0,8	0,4	2,1	0,0	-0,8	-	-	-
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-	-	-
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-
Tmva BNPA 2019 / 2023e	-	-	-	-	-	-	-	-
Tmva CFPA 2019 / 2023e	-	-	-	-	-	-	-	-

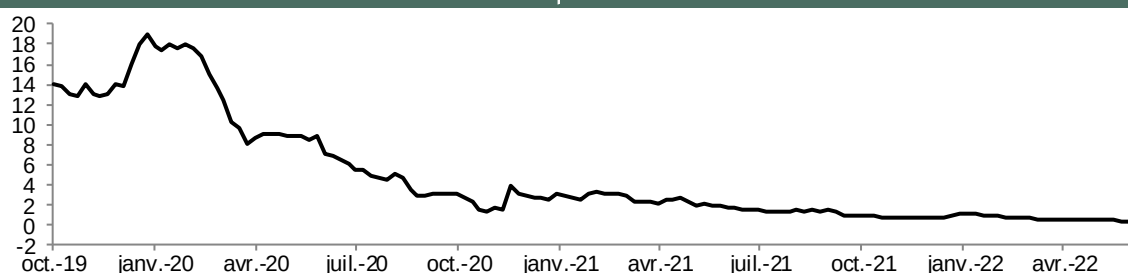
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	-	-	ns	ns	ns	-	-	-
PCF (x)	-	-	ns	ns	ns	-	-	-
PAN (x)	-	-	6,4	ns	ns	-	-	-
VE/CA (x)	-	-	-	-	-	-	-	-
VE/EBE (x)	-	-	-	-	-	-	-	-
VE/ROP (x)	-	-	-	-	-	-	-	-
Free Cash Flow Yield (%)	-	-	-12,1%	-18,0%	-66,7%	-	-	-
Rendement (%)	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	-
Capitalisation (M€)	-	-	122,3	44,6	20,9	-	-	-
Valeur d'Entreprise (VE)	-	-	-	-	-	-	-	-
Cours de référence (€)	-	-	13,8	7,6	1,8	0,2	0,2	0,2
Nb de titres (Mio)	5,641	6,045	8,837	5,859	11,882	-	-	-
Nb de titres corrigé (Mio)	6,043	6,455	9,350	9,330	13,283	-	-	-
% de la dilution	7,1%	6,8%	5,8%	59,6%	12,1%	-	-	-
Date d'introduction	09/10/2019							
Cours d'introduction ajusté	14,0 €							

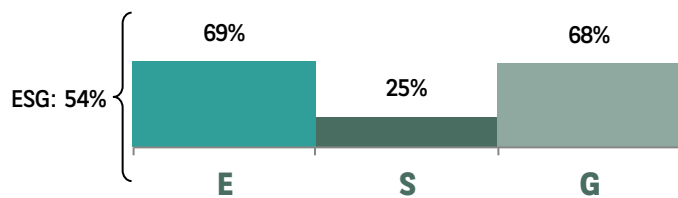
Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA S1	-	0,0	0,0	0,0	0,0
ROP S1	-	-2,9	-5,3	-6,4	-8,7
RN pdg corrigé S1	-	-3,3	-5,7	-5,5	-8,7
Marge opérationnelle S1	-	ns	ns	ns	ns
Marge nette S1	-	ns	ns	ns	ns
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S2	-	0,0	0,5	0,3	-0,3
ROP S2	-	-5,7	-8,9	-13,5	-2,6
RN pdg corrigé S2	-	-5,2	-8,9	-13,3	-3,9
Marge opérationnelle S2	-	ns	ns	ns	ns
Marge nette S2	-	ns	ns	ns	ns

Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S1	-	-	+ /++	60,0%	-5,0%
CA S2	-	-	+ /++	-30,5%	+ /-
ROP S1	-	- /-	- /--	- /--	- /--
ROP S2	-	- /-	- /--	- /--	- /-

Historique de cours





BOOSTHEAT

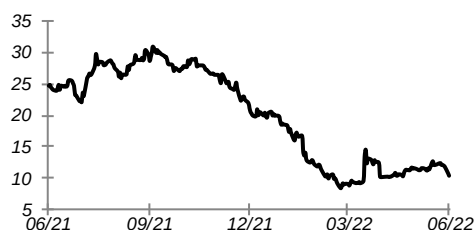
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	non	non	non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	oui	oui	oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	non	non	non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	non	non	non	
Certification 14001	non	non	non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	24%	ND	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	non	non	non	
Part des personnes en situation de handicap	0,0%	0,0%	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	38%	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	11%	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	non	non	non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	oui	oui	oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	non	non	non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	45 262	7 187	700	
Taux d'absentéisme	2,3%	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	61,0	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	non	oui	oui	Middenext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	oui	oui	oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	10	7	6	
<i>dont indépendants</i>	6	4	4	
<i>dont femmes</i>	4	4	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	non	non	non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	oui	oui	non	
Comité des risques	non	non	non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	non	non	non	
Comité RSE	non	non	non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	non	non	non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	25%	ND	ND	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	oui	oui	ND	
Déclaration de la rémunération du CEO	oui	oui	ND	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	non	non	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	4,55	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	oui	oui	oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	NA	NA	NA	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	100%	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

CARMAT

Medtech



Cours : 10,39€ 14 Juin 2022

Objectif : 31,70€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext GROWTH
ISIN / Mnémonique FR0010907956 / ALCAR
Reuters / Bloomberg ALCAR.PA / ALCAR:FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **204,0**
Flottant (%) 51,3%
Nbre de Titres (Mio) 19,636
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Airbus Group 10,9%
Lohas 9,2%
Santé Holding SRL 7,4%
Autres 21,2%

	21	22e	23e
Cash Flow Libre	-61,9	-24,7	-36,1
Inv. financiers	0,0	0,0	0,0
Augmentation capital	52,0	40,5	0,0
Var Trésorerie	-8,7	15,8	-36,1
Trésorerie nette	-4,8	10,9	-25,2
Trésorerie nette/action	-0,31	0,50	-1,14

Prod. d'exploitation	16,7	1,0	9,5
ROP	-30,0	-26,4	-25,8
% Prod. exploitation	ns	ns	ns
RN pdg publié	-30,0	-26,4	-25,8
% Prod. exploitation	ns	ns	ns

Le cœur a ses raisons...

Activité

La société développe un cœur artificiel complet dont l'objectif est de remplacer temporairement ou définitivement, le cœur de patients atteints d'insuffisance cardiaque aiguë ou chronique. La prothèse Carmat est à notre connaissance la plus avancée du genre sur le plan de la technologie.

Marché / Concurrence

Les tentatives de conception de cœur artificiel n'ont pour le moment pas abouti et se sont limitées à des produits très contraignants pour les patients (problème d'alimentation limitant la mobilité, problème de bruit entraînant des nuisances de sommeil, problème de formation de caillots pouvant entraîner notamment des AVC). Le projet de cœur artificiel peut répondre à 86% des besoins actuels pour les hommes et 14% pour les femmes (limitées par la taille de la cage thoracique). On estime que le besoin en cœurs artificiels est chaque année de l'ordre de 100 000 à 120 000, alors que seulement 4 000 greffes de cœurs ont lieu annuellement dans les pays développés. Le marché est théoriquement très important avec un coût de 250K€/patient dont 150/160K€ pour le cœur artificiel.

Stratégie / Perspectives

En décembre 2021, alors que la société produisait jusqu'à 4 cœurs par semaine (16/mois), cette dernière a annoncé la suspension volontaire des implantations d'Aeson® que ce soit dans un cadre commercial ou clinique suite à la survenue de défauts de qualité ayant provoqué deux décès. Depuis, Carmat a été en mesure d'identifier les causes fondamentales de la panne et de mettre en place des mesures correctives. Ainsi les ventes et les études cliniques devraient reprendre dès le T4 2022. Le potentiel de Carmat reste selon nous entier puisque cette interruption ne remet pas en cause le potentiel du cœur. Elle est le fruit de pannes dont l'émergence n'est malheureusement pas inhabituelle dans les phases de croissance rapide de la cadence de production de dispositifs médicaux aussi complexes.

L'absence de concurrent direct joue en faveur de Carmat. Plus encore, le retour des cliniciens ayant eu l'opportunité d'implanter Aeson® à leurs patients souligne le caractère disruptif de cette thérapie de remplacement ainsi que l'amélioration rapide de la qualité de vie du patient. Enfin, bien qu'Aeson® ne soit autorisé qu'en pont de transplantation pour le moment, l'ambition à terme est de décrocher l'autorisation en thérapie définitive chez les patients en IC terminale non éligibles à la greffe cardiaque. Cela représente un marché de 150 000 cœurs par an en Europe et aux USA. La suspension aura donc principalement un impact sur les ventes de 2022. Selon nous, la société ne vendra que 5 cœurs en 2022 soit un CA d'environ 1M€ alors que nous aurions tablé sur 18M€ sans la suspension. Du point de vue trésorerie, la société s'est octroyée 1 an de visibilité financière jusqu'au T2 2023 avec la récente AK de 40.5 M€ largement garantie par les actionnaires historiques (22 M€).

Valorisation

Valorisation DCF Europe + USA.

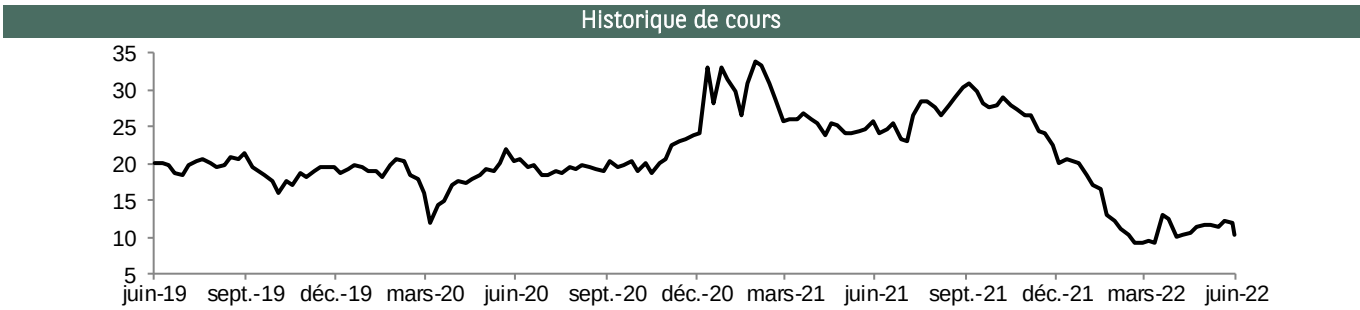
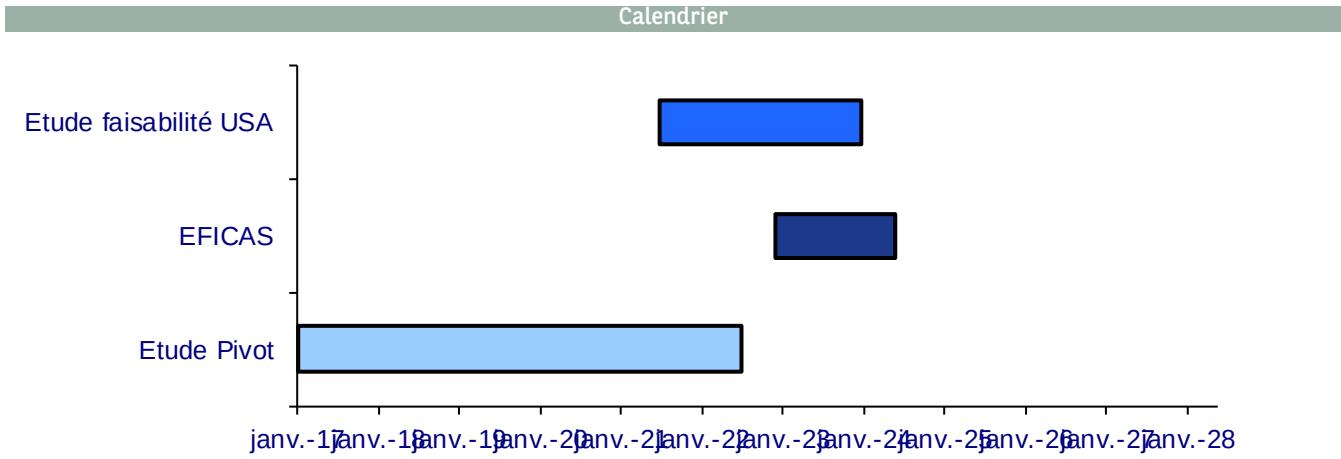
Mohamed Kaabouni, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 10
mohamed.kaabouni@bnpparibas.com

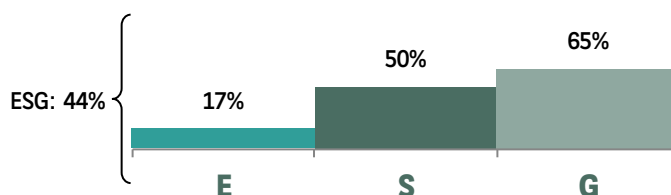
CARMAT

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-27,2	-39,9	-40,0	-26,0	-50,5	-31,4	-31,7	-22,1
Variation BFR	2,9	1,7	-0,2	-17,0	-9,7	8,7	-2,3	-5,6
Investissements industriels	-3,6	-2,3	-0,6	-2,2	-1,8	-2,0	-2,0	-1,9
Cash Flow Libre	-27,8	-40,4	-40,9	-45,3	-61,9	-24,7	-36,1	-29,7
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	7,0	14,0	21,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	57,5	5,1	0,0	0,0	52,0	40,5	0,0	0,0
Autres	-0,2	0,0	53,4	-9,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation Trésorerie	29,6	-35,4	19,5	-40,9	-8,7	15,8	-36,1	-29,7
Trésorerie nette	60,7	25,3	44,8	3,9	-4,8	10,9	-25,2	-54,9
Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Produit d'exploitation	0,0	0,7	0,7	12,2	16,7	1,0	9,5	30,7
ROP	-31,1	-42,8	-42,5	-37,0	-30,0	-26,4	-25,8	-15,0
CIR	2,3	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
R&D immobilisée	-	-	-	-	-	-	-	-
Frais R&D	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN Pdg publié	-28,8	-40,8	-42,5	-37,0	-30,0	-26,4	-25,8	-15,0
Frais de personnel	7,6	11,1	13,2	15,3	18,2	15,0	15,8	16,5
Effectif moyen	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	57,2	20,5	39,0	7,8	0,9	11,7	-17,4	-35,8
Autres	4,2	5,2	6,0	7,0	10,1	10,0	10,0	10,0
Capitaux investis	61,4	25,7	44,9	14,8	11,0	21,7	-7,4	-25,8
Immobilisations nettes	4,8	6,1	5,7	7,0	7,4	11,1	15,8	21,5
<i>dont écarts d'acquisition</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>dont financières</i>	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Trésorerie nette	60,7	25,3	44,8	3,9	-4,8	10,9	-25,2	-54,9
BFR	-3,6	-5,3	-5,0	4,5	8,9	0,2	2,5	8,2
Actif économique	61,4	25,7	44,9	14,8	11,0	21,7	-7,4	-25,8
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Trésorerie nette / action	9,87	4,11	7,27	0,30	-0,31	0,50	-1,14	-2,49
CFPA	-4,4	-6,5	-6,5	-2,0	-3,3	-1,4	-1,4	-1,0
Nb de titres (Mio)	6,155	6,155	6,155	12,991	15,350	22,000	22,000	22,000
Nb de titres corrigé (Mio)	6,155	15,311	15,311	15,311	15,311	22,000	22,000	22,000
% de la dilution	0,0%	148,8%	148,8%	17,9%	-0,3%	0,0%	0,0%	0,0%

CARMAT



CARMAT



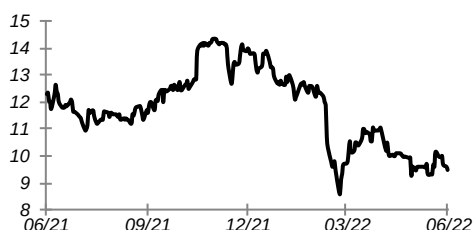
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	NA	NA	NA	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	NA	NA	NA	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	36%	34%	34%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	85	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	0,0%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	107 389	(soit 0,69% du capital)
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	9	10	12	
<i>dont indépendants</i>	0,555556	0,6	0,6667	
<i>dont femmes</i>	0	0	0	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	89%	91%	93%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	18%	18%	14%	Matra Défense (Airbus)
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	Mais code d'éthique et de déontologie 'société' en place depuis 12/2020
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	NA	NA	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

CATERING INTL SERVICES

Services aux entreprises



Cours : 9,48€

14 Juin 2022

Objectif : 12,40€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000064446 / CTRG
Reuters / Bloomberg	CTRG.PA / CTRG:FP
Indice	CAC Small
Éligibilité PEA-PME	Non

Capitalisation (M€)	76,2
Flottant (%)	29,3%
Nbre de Titres (Mio)	8,041
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Famille Arnoux	53,5%
Famille Aloyan	14,2%
Flottant	29,3%
Autocontrôle	3,0%

	21	22e	23e
PER	18,6	21,5	14,9
PCF	6,7	6,2	5,3
VE/CA	0,4	0,3	0,2
VE/ROP	9,4	7,2	5,7
PAN	1,7	1,3	1,1
Rendement	0,0%	1,7%	1,2%
Free Cash Flow Yield	6,9%	5,7%	8,0%
ROACE	20,2%	17,9%	22,1%

CA	270,7	288,9	305,2
CA précédent	270,7	289,9	306,3
var. n/n-1	5,8%	6,7%	5,7%
EBE	18,2	18,1	20,5
ROC	11,8	11,6	13,7
% CA	4,4%	4,0%	4,5%
ROP	11,0	11,1	13,2
% CA	4,1%	3,8%	4,3%
RN Pdg publié	5,1	3,5	5,0
% CA	1,9%	1,2%	1,6%

BNPA	0,65	0,44	0,64
BNPA précédent	0,65	0,44	0,61
var. n/n-1	ns	-32,2%	44,2%
BNPA Cor	0,65	0,44	0,64
ANPA	6,9	7,5	8,3
Dividende net	0,16	0,11	0,16
DFN	-30,4	-33,8	-38,3

Nicolas Royot, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
nicolas.royot@bnpparibas.com

De la croissance mais des risques sur les marges

Activité

Depuis sa création (1992), CIS s'est spécialisé dans les prestations de restauration, d'hôtellerie et de logistique dans les bases-vie en milieu hostile. Le groupe est présent dans plus de 20 pays, opère sur environ 230 sites d'opérations pour un effectif de plus de 13 000 collaborateurs dans le monde. Il prépare et distribue des repas, assure l'hébergement du personnel et l'entretien ménager, approvisionne les sites en produits alimentaires et prend en charge le transport et le stockage des marchandises. En outre, CIS propose des prestations d'ingénierie et de maintenance technique, de sécurité, d'assistance médicale, de jardinage... Les clients sont des acteurs des secteurs du Pétrole et Gaz, des Mines, plus marginalement du BTP et des forces armées.

Marché / Concurrence

CIS est spécialisé sur le catering dans des conditions extrêmes sur le plan climatique ou géopolitique. Ventilation géographique de l'activité : Afrique (≈50% du CA), Eurasie (≈30%), Amérique du sud (15%) et Moyen-Orient (5%). Ce positionnement dans les pays émergents ou en développement est lié à l'exploitation des ressources par les clients du groupe, historiquement des opérateurs internationaux du pétrole (ExxonMobil, Total, Halliburton...) et des Mines (Rio Tinto, Vale, Ivanhoe...). Les principaux concurrents de CIS sont les filiales catering des groupes Sodexo ou Compass et des acteurs locaux. Les contrats sont signés sur des durées de un à cinq ans (deux/trois ans souvent).

Stratégie / Perspectives

Le plan ARISE 500 vise à atteindre un CA de 500M€, objectif très ambitieux selon nous. Le groupe va se focaliser sur son cœur de métier (hôtellerie-restauration) dont le marché représente plus de 70% des 9Md€ identifiés pour le catering des bases-vie extrêmes. En parallèle, CIS s'intéresse aux métiers de la propreté à haute valeur ajoutée. La montée en puissance des projets remportés ces derniers mois confortent le scénario d'une poursuite d'une croissance organique soutenue en 2022. Cette croissance organique pourrait s'accompagner d'opérations de croissance externe, qui restent un objectif. Une acquisition en France réduirait l'exposition aux devises et mécaniquement le taux IS (frais généraux en France mais pas de CA). A court terme, la rentabilité pourrait selon nous souffrir des effets inflationnistes. Si la plupart des contrats comportent des clauses d'indexation ou de révision (annuelle), des négociations au cas par cas sont menées quand ce n'est pas le cas ou lorsque la rentabilité du contrat est menacée. CIS pourrait même arrêter certains contrats (comme ce fut récemment le cas en Algérie) si la rentabilité est insuffisante. Nous tablons sur une légère érosion de la MOC en 2022 à 4,0% (vs 4,4% en 2021), malgré les effets potentiellement positifs des devises (à ce stade) et de l'arrêt de contrats faiblement margés en Algérie.

Valorisation

Valorisation 12,4€ (DCF 12,4€, Comparables 12,4€). À ce stade, nous n'intégrons pas la trésorerie bloquée en Algérie dans notre valorisation (35,5M€ fin 2021, soit 4,5€ par action).

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 13/06/2022 - 09:21 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

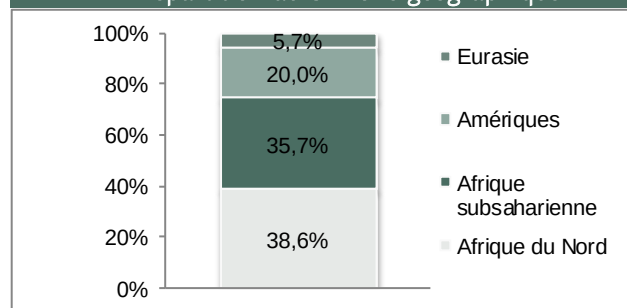
CATERING INTL SERVICES

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	251,4	224,2	265,7	255,7	270,7	288,9	305,2	322,6
var. n/n-1	0,7%	-10,8%	18,5%	-3,8%	5,8%	6,7%	5,7%	5,7%
var. organique	5,0%	-	0,0%	6,0%	10,9%	6,7%	5,7%	5,7%
EBE	18,1	12,0	16,3	19,7	18,2	18,1	20,5	22,2
ROC	13,7	10,0	10,1	13,1	11,8	11,6	13,7	15,0
var. n/n-1	24,8%	-26,8%	1,3%	29,5%	-9,8%	-2,1%	18,4%	9,5%
ROP	12,3	9,6	10,0	12,8	11,0	11,1	13,2	14,5
RCAI	11,3	10,0	10,2	4,1	11,9	10,5	12,7	14,1
IS	-5,9	-4,5	-4,0	-4,8	-4,9	-4,9	-5,4	-5,7
RN Pdg publié	4,3	4,9	5,4	-2,6	5,1	3,5	5,0	5,9
RN Pdg corrigé	4,3	4,9	5,4	-2,6	5,1	3,5	5,0	5,9
var. n/n-1	+/+	13,3%	9,8%	+/-	-/+	-32,2%	44,2%	19,2%
Tmva CA 2019 / 2023e	3,5%							
Marge brute (%)	56,7%	56,5%	55,0%	57,6%	57,1%	56,4%	56,6%	56,5%
Marge opérationnelle (%)	4,9%	4,3%	3,8%	5,0%	4,1%	3,8%	4,3%	4,5%
Marge nette (%)	1,7%	2,2%	2,0%	-1,0%	1,9%	1,2%	1,6%	1,8%
Taux IS (%)	52,5%	45,0%	39,4%	116,2%	41,2%	47,3%	42,7%	40,7%
Frais de personnel / CA (%)	33,8%	33,6%	32,5%	34,6%	34,7%	34,4%	34,1%	33,9%
CA/effectif (K€)	23	21	23	20	21	-	-	-
var. n/n-1	6,6%	-9,0%	5,7%	-12,3%	5,0%	-	-	-
Effectif moyen	10 702	10 486	11 757	12 900	13 000	-	-	-
var. n/n-1	-5,5%	-2,0%	12,1%	9,7%	0,8%	-	-	-

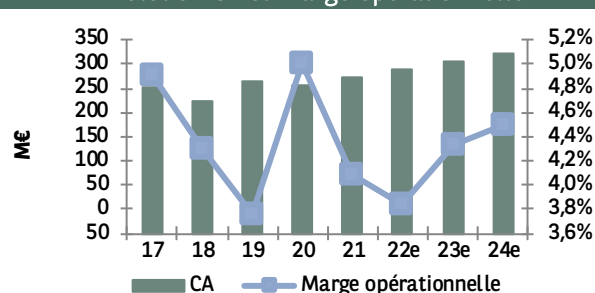
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	54,4	56,4	59,3	50,0	54,4	59,1	64,9	72,1
Dettes financières nettes	-28,8	-31,4	-25,9	-25,8	-30,4	-33,8	-38,3	-44,0
Autres	4,5	4,0	11,3	8,3	6,6	6,6	6,6	6,6
Capitaux investis	32,5	32,0	46,9	35,2	33,5	34,8	36,1	37,6
Immobilisations nettes	15,6	15,4	33,1	24,7	25,5	26,2	27,0	27,9
dont écarts d'acquisition	6,6	6,6	14,4	12,1	12,2	12,2	12,2	12,2
dont financières	0,8	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
BFR	17,8	17,4	14,6	11,1	8,7	9,3	9,9	10,4
Actif économique	32,5	32,0	46,9	35,2	33,5	34,8	36,1	37,6
Gearing (%)	-50,6%	-52,8%	-42,2%	-48,9%	-53,1%	-54,5%	-56,4%	-58,7%
BFR/CA (%)	7,1%	7,8%	5,5%	4,4%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	7,9%	8,7%	9,0%	ns	9,4%	5,9%	7,7%	8,3%
ROACE (%) après IS normé	17,2%	17,0%	15,5%	ns	20,2%	17,9%	22,1%	24,2%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	9,2	7,6	12,2	6,1	14,2	12,0	14,1	15,5
Variation BFR	4,7	-0,5	2,5	7,7	1,3	-0,6	-0,5	-0,6
Investissements industriels	-3,0	-2,2	-7,0	-5,2	-9,0	-7,2	-7,6	-8,1
% du CA	1,2%	1,0%	2,7%	2,0%	3,3%	2,5%	2,5%	2,5%
Cash Flow Libre	10,8	4,9	7,6	8,6	6,5	4,2	5,9	6,9
Cessions d'actifs	0,5	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	-10,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-2,3	-0,9	-2,6	-2,0	-2,6	-0,8	-1,4	-1,2
Augmentation de capital	-0,7	-1,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-7,2	-0,8	-0,3	-6,9	0,7	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-1,1	-2,6	5,4	0,2	-4,6	-3,4	-4,5	-5,7
Dettes financières nettes	-28,8	-31,4	-25,9	-25,8	-30,4	-33,8	-38,3	-44,0

Répartition du CA/zone géographique



Evolution CA et marge opérationnelle



CATERING INTL SERVICES

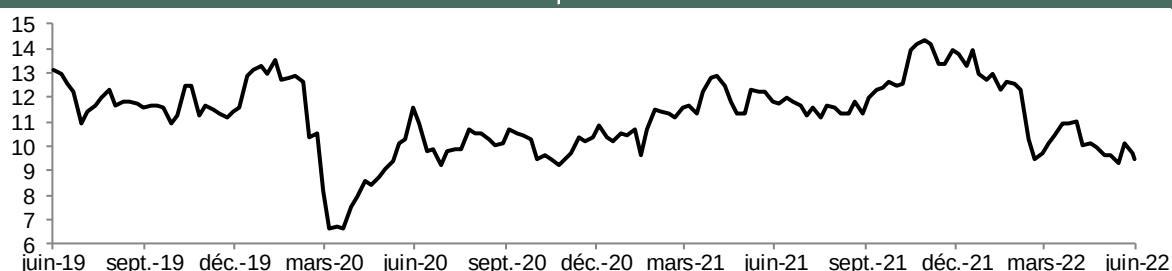
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,54	0,62	0,68	-0,33	0,65	0,44	0,64	0,76
var. n/n-1	+/-	14,5%	9,8%	+/-	-/+	-32,2%	44,2%	19,2%
CFPA	1,2	1,0	1,6	0,8	1,8	1,5	1,8	2,0
ANPA	6,9	7,2	7,6	6,4	6,9	7,5	8,3	9,2
Dividende net (versé en n+1)	0,11	0,12	0,00	0,00	0,16	0,11	0,16	0,19
Payout (%)	20,2%	19,3%	0,0%	0,0%	24,5%	25,0%	25,0%	25,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	-1,8%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	3,6%							

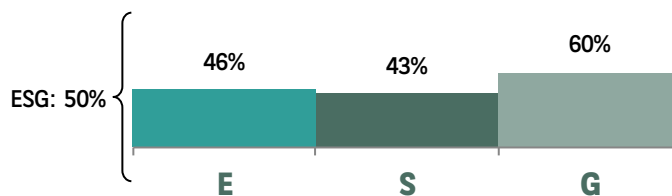
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	34,3	25,7	16,9	ns	18,6	21,5	14,9	12,5
PCF (x)	16,2	16,6	7,4	13,1	6,7	6,2	5,3	4,8
PAN (x)	2,7	2,2	1,5	1,6	1,7	1,3	1,1	1,0
VE/CA (x)	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1
VE/EBE (x)	8,7	11,2	6,3	4,7	5,7	4,4	3,7	1,6
VE/ROP (x)	12,8	14,0	10,4	7,3	9,4	7,2	5,7	2,4
Free Cash Flow Yield (%)	7,3%	3,9%	8,4%	10,8%	6,9%	5,7%	8,0%	9,2%
Rendement (%)	0,3%	0,7%	1,0%	0,0%	0,0%	1,7%	1,2%	1,7%
Capitalisation (M€)	150,1	128,6	92,9	81,6	97,0	76,2	76,2	76,2
Valeur d'Entreprise (VE)	158,2	134,9	103,8	93,2	104,1	79,9	75,5	34,4
Cours de référence (€)	18,7	16,0	11,5	10,1	12,1	9,5	9,5	9,5
Nb de titres (Mio)	8,041	8,041	8,041	8,041	8,041	8,041	8,041	8,041
Nb de titres corrigé (Mio)	7,938	7,850	7,850	7,838	7,780	7,780	7,780	7,780
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	25/06/1998							
Cours d'introduction ajusté	13,3 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	64,4	57,2	57,0	69,4	62,6	75,9
CA T2	65,0	58,1	67,3	60,8	66,4	
CA S1	129,4	115,3	124,3	130,2	129,0	
ROP S1	6,2	5,4	4,7	6,0	4,5	
RN pdg corrigé S1	1,9	2,4	2,5	-1,5	2,5	
Marge opérationnelle S1	4,8%	4,6%	3,8%	4,6%	3,5%	
Marge nette S1	1,4%	2,1%	2,0%	-1,2%	1,9%	
CA T3	60,0	54,0	69,9	59,7	68,2	
CA T4	62,0	54,8	71,5	65,8	69,8	
CA S2	122,0	108,8	141,4	125,5	141,7	
ROP S2	6,1	4,3	5,3	6,8	6,5	
RN pdg corrigé S2	2,5	2,5	2,8	-1,1	2,6	
Marge opérationnelle S2	5,0%	3,9%	3,7%	5,4%	4,6%	
Marge nette S2	2,0%	2,3%	2,0%	-0,9%	1,8%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	6,1%	-11,2%	-0,3%	21,8%	-9,8%	21,2%
CA T2	7,1%	-10,6%	15,8%	-9,7%	9,2%	
CA T3	-3,2%	-10,0%	29,4%	-14,6%	14,2%	
CA T4	-6,8%	-11,6%	30,4%	-8,0%	6,1%	
CA S1	6,6%	-10,9%	7,8%	4,7%	-0,9%	
CA S2	-4,8%	-10,8%	30,0%	-11,2%	12,9%	
ROP S1	40,9%	-13,6%	-11,9%	27,2%	-25,0%	
ROP S2	26,9%	-30,2%	23,0%	29,0%	-3,5%	

Historique de cours





CATERING INTL SERVICES

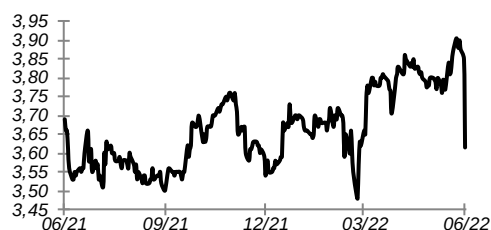
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	0,0	0,0	0,0	
Politique de compensation des émissions CO2	non	non	non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	non	non	non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	non	non	non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	non	non	non	
Certification 14001	oui	oui	oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	35%	35%	35%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	oui	oui	oui	
Part des personnes en situation de handicap	0,3%	0,5%	0,6%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	non	non	non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	oui	oui	oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	non	non	non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	204	204	105	1,3% du capital socail
Taux d'absentéisme	1,3%	0,7%	2,6%	Au siège
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	1,7	1,1	1,0	Taux d'accidents enregistrables (TRIR)
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	Partiel	Partiel	Partiel	Recommandations 1,5 et 8 non suivies
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	non	non	non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	11	11	11	
<i>dont indépendants</i>	6	6	6	
<i>dont femmes</i>	5	5	5	
Administrateur représentant les salariés au CA	non	non	non	
Assiduité des membres du CA	91%	100%	95%	
Comité d'audit	oui	oui	oui	
Comité des risques	non	non	oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	non	non	non	
Comité RSE	non	non	non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	oui	oui	oui	Droits de vote doubles pour une inscription nominative depuis 2 ans
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	57%	54%	58%	Famille Arnoux
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	oui	oui	oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	oui	oui	oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	NA	NA	NA	Pas de rémunération variable
Ratio d'équité (salaire médian)	6,9	7,3	6,9	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	oui	oui	oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	oui	oui	oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	96%	97%	95%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

CBO TERRITORIA

Immobilier



Cours : 3,62€

14 Juin 2022

Objectif : 4,60€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0010193979 / CBOT
Reuters / Bloomberg CBOT.PA / CBOT:FP
Indice CAC Small
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **132,1**
Flottant (%) 69,3%
Nbre de Titres (Mio) 36,547
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Hendigo 24,9%
Management 3,9%
Flottant 69,3%
Autocontrôle 1,9%

	21	22e	23e
PER	7,9	7,7	6,7
PCF	8,3	8,3	7,8
VE/CA	3,7	3,2	3,2
VE/ROP	12,9	11,4	10,4
PAN	0,6	0,5	0,5
Rendement	6,3%	6,6%	6,9%
Free Cash Flow Yield	2,5%	3,6%	-6,9%
ROACE	-	-	-

CA	85,7	90,2	96,5
CA précédent	87,7	91,8	95,9
var. n/n-1	-17,3%	5,2%	7,0%
EBE	24,5	27,3	29,7
ROC	21,8	24,5	26,9
% CA	25,4%	27,2%	27,9%
ROP	24,4	25,8	29,7
% CA	28,4%	28,6%	30,7%
RN Pdg publié	15,7	16,0	18,5
% CA	18,3%	17,8%	19,2%

BNPA	0,46	0,47	0,54
BNPA précédent	0,44	0,42	-25,19
var. n/n-1	10,4%	1,9%	15,5%
BNPA Cor	0,46	0,47	0,54
ANPA	6,6	6,8	7,1
Dividende net	0,24	0,25	0,26

DFN	187,2	167,5	181,8

Arnaud Despre, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 52
arnaud.despre@bnpparibas.com

La mutation se poursuit, décote significative

Activité

Né de la scission de Bourbon en 2005, le groupe CBo Territoria est un acteur global de l'immobilier à La Réunion. Premier propriétaire foncier privé, il dispose de 3 000 hectares de terrains. En tant que promoteur immobilier, le groupe est actif dans l'habitat résidentiel (privé et social) mais aussi dans l'immobilier professionnel. Sur le métier de foncière, CBo Territoria a constitué un patrimoine économique (incl. MEE) de 385M€ à fin 2021, composé à 88% d'immobilier professionnel à rendement locatif élevé (~7,5%) et à 12% de résidentiel, au rendement locatif plus faible (~5,5%). La Foncière est marquée depuis 2019 par une croissance significative des revenus locatifs d'immeuble Entreprise et une décroissance souhaitée des revenus issus d'IR Habitat (cession en bloc de logements en sortie de défiscalisation).

Marché / Concurrence

Le secteur immobilier résidentiel à La Réunion est soutenu par la forte croissance démographique de l'île (>1M d'hab. en 2030 selon l'Insee contre 850K aujourd'hui) à laquelle s'ajoutent des phénomènes de décohabitation (éclatement de la cellule familiale, développement du célibat et des familles monoparentales). La croissance du parc de logements est ainsi estimée à 45% d'ici 2030, soit 8 000 par an répartis entre logements sociaux, intermédiaires et de standing, trois segments de marché où intervient CBo Territoria. L'immobilier professionnel bénéficie lui des besoins en matière de zones économiques dédiées (centres villes saturés).

Stratégie / Perspectives

Post Retail Park du port, le groupe se lance dans le projet Combani à Mayotte en deux tranches. La première tranche représente un investissement de 24M€ pour un ensemble de 7 400 m². Les coûts de production seront plus élevés qu'à la Réunion mais les loyers contractualisés (pré-commercialisation) devraient permettre d'afficher un rendement en ligne avec les actifs actuels du groupe (rendement brut tertiaire 7,5%). Nous estimons une contribution année pleine de 1,8-2,0M€ en loyer brut annuel. Une seconde tranche est en discussion, pour un potentiel de 5 000 m² complémentaires. Peu de choses à attendre sur la foncière à horizon 2024, hormis une poursuite du M&A post acquisition en IDF réalisée en décembre dernier, la LTV et la trésorerie du groupe permettant ce type d'opération. L'amélioration organique de la foncière sur les deux prochaines années proviendra du ramp-up commercial des récentes livraisons (loyers indexés au volume d'activités).

Valorisation

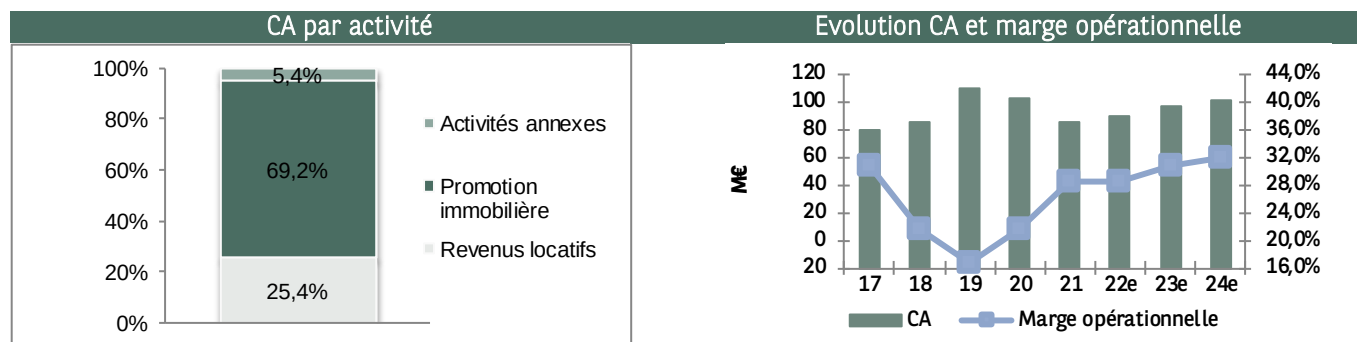
Une décote toujours significative d'env. 42% vs ANR dilué. Nous ajustons notre objectif à 4,6€ après mise à jour de nos paramètres de marché et intégration d'une prime ESG de +5,0%.

CBO TERRITORIA

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	80,7	85,0	110,8	103,6	85,7	90,2	96,5	100,9
var. n/n-1	24,2%	5,4%	30,2%	-6,4%	-17,3%	5,2%	7,0%	4,5%
var. organique	24,2%	5,4%	30,2%	-6,4%	-17,3%	5,2%	7,0%	4,5%
EBE	14,4	17,7	24,6	25,9	24,5	27,3	29,7	32,4
ROC	13,7	16,5	21,5	21,6	21,8	24,5	26,9	29,6
var. n/n-1	6,3%	20,8%	30,5%	0,3%	0,7%	12,8%	9,8%	9,9%
ROP	24,9	18,3	18,5	22,3	24,4	25,8	29,7	32,4
RCAI	20,8	13,9	17,3	19,2	20,7	21,4	24,7	26,8
IS	-3,9	-3,2	-5,2	-5,0	-5,0	-5,3	-6,2	-6,7
RN Pdg publié	16,7	10,6	12,0	14,2	15,7	16,0	18,5	20,1
RN Pdg corrigé	16,7	10,6	12,0	14,2	15,7	16,0	18,5	20,1
var. n/n-1	27,3%	-36,9%	14,0%	18,3%	10,4%	1,9%	15,5%	8,6%
Tmva CA 2019 / 2023e	-3,4%							
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	30,9%	21,6%	16,7%	21,5%	28,4%	28,6%	30,7%	32,1%
Marge nette (%)	20,8%	12,4%	10,9%	13,7%	18,3%	17,8%	19,2%	19,9%
Taux IS (%)	18,9%	23,3%	30,1%	26,3%	24,3%	25,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	-9,2%	-8,8%	-7,1%	-7,2%	-8,0%	-7,6%	-7,1%	-6,8%
CA/effectif (K€)	695	703	963	987	857	-	-	-
var. n/n-1	22,1%	1,0%	37,0%	2,5%	-13,1%	-	-	-
Effectif moyen	116	121	115	105	100	-	-	-
var. n/n-1	1,8%	4,3%	-5,0%	-8,7%	-4,8%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	197,3	199,6	202,0	216,6	225,2	232,8	242,7	253,7
Dettes financières nettes	228,4	214,0	225,9	200,1	187,2	167,5	181,8	194,7
Autres	15,6	58,2	-4,0	14,3	13,7	34,6	34,6	34,6
Capitaux investis	442,3	473,0	424,5	431,4	425,9	434,7	458,9	482,8
Immobilisations nettes	371,4	393,2	349,4	356,2	348,6	358,1	382,5	407,6
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	1,3	0,1	1,3	1,2	0,1	0,1	0,1	0,1
BFR	72,3	79,8	76,3	76,4	77,4	76,7	76,5	75,4
Actif économique	442,3	473,0	424,5	431,4	425,9	434,7	458,9	482,8
Gearing (%)	115,2%	106,6%	111,5%	92,2%	83,2%	72,0%	75,0%	76,8%
BFR/CA (%)	89,6%	93,9%	68,9%	73,7%	90,3%	85,0%	79,2%	74,7%
Dettes financières nettes/EBE (x)	15,9	12,1	9,2	7,7	7,6	6,1	6,1	6,0
ROE (%)	8,5%	5,3%	6,0%	6,6%	7,0%	6,9%	7,6%	7,9%
ROACE (%) après IS normé	-	-	-	-	-	-	-	-

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	5,9	9,6	11,1	13,0	15,1	14,8	15,8	17,3
Variation BFR	-0,1	-1,9	11,4	8,9	-0,7	0,7	0,2	1,1
Investissements industriels	-19,2	-16,4	-11,2	-18,3	-11,2	-11,0	-24,5	-25,1
% du CA	23,7%	19,2%	10,1%	17,6%	13,1%	12,2%	25,4%	24,8%
Cash Flow Libre	-13,4	-8,7	11,3	3,7	3,2	4,5	-8,5	-6,6
Cessions d'actifs	13,5	13,3	32,1	17,5	7,4	23,7	2,8	2,8
Investissements financiers	-0,1	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-7,2	-12,2	-14,2	-9,3	-14,6	-8,3	-8,7	-9,0
Augmentation de capital	0,2	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	30,1	21,7	-41,1	13,8	15,8	-0,1	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-23,1	-14,4	11,9	-25,8	-12,9	-19,8	14,4	12,9
Dettes financières nettes	228,4	214,0	225,9	200,1	187,2	167,5	181,8	194,7



CBO TERRITORIA

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,50	0,32	0,36	0,42	0,46	0,47	0,54	0,59
var. n/n-1	22,6%	-36,3%	14,6%	15,2%	10,4%	1,9%	15,5%	8,6%
CFPA	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5
ANPA	5,9	6,0	6,1	6,4	6,6	6,8	7,1	7,4
Dividende net (versé en n+1)	0,21	0,22	0,23	0,23	0,24	0,25	0,26	0,27
Payout (%)	42,2%	69,5%	63,4%	55,0%	52,0%	53,2%	47,9%	45,8%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	10,6%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	8,4%							

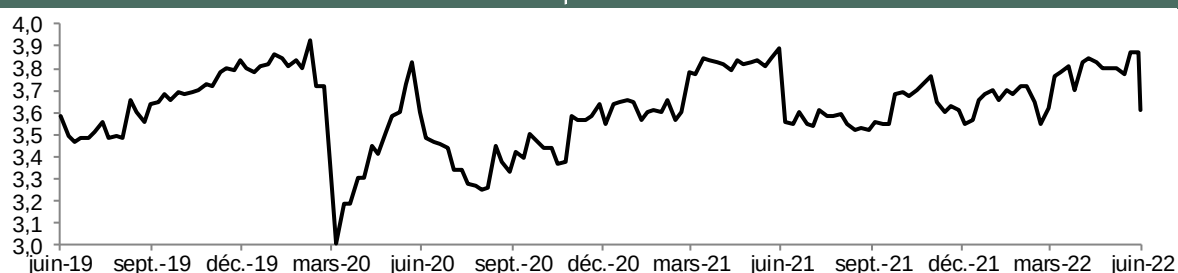
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	7,7	12,1	9,9	8,4	7,9	7,7	6,7	6,1
PCF (x)	21,7	13,3	10,7	9,2	8,3	8,3	7,8	7,1
PAN (x)	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
VE/CA (x)	4,4	4,1	3,1	3,1	3,7	3,2	3,2	3,2
VE/EBE (x)	24,9	19,5	14,1	12,4	12,8	10,7	10,3	9,9
VE/ROP (x)	14,4	18,8	18,8	14,4	12,9	11,4	10,4	9,9
Free Cash Flow Yield (%)	-10,4%	-6,8%	9,5%	3,1%	2,5%	3,6%	-6,9%	-5,4%
Rendement (%)	5,0%	5,5%	6,1%	6,6%	6,3%	6,6%	6,9%	7,2%
Capitalisation (M€)	128,5	129,8	121,2	121,9	127,1	125,5	125,5	125,5
Valeur d'Entreprise (VE)	358,0	345,0	347,7	322,4	314,1	292,8	307,2	320,0
Cours de référence (€)	3,8	3,8	3,6	3,5	3,7	3,6	3,6	3,6
Nb de titres (Mio)	33,761	33,832	33,840	34,725	34,725	34,725	34,725	34,725
Nb de titres corrigé (Mio)	33,687	33,379	33,183	34,068	34,068	34,068	34,068	34,068
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	20/05/2005							
Cours d'introduction ajusté	3,3 €							

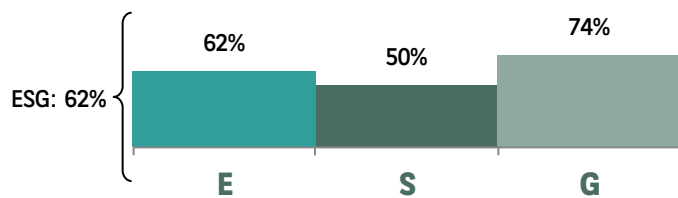
Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA S1	31,8	40,1	48,4	37,8	36,4
ROP S1	14,3	9,8	7,6	8,0	13,2
RN pdg corrigé S1	7,7	4,3	5,3	4,2	7,3
Marge opérationnelle S1	45,0%	24,4%	15,7%	21,2%	36,3%
Marge nette S1	24,2%	10,7%	11,0%	11,1%	20,1%
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S2	48,9	44,9	62,4	65,8	49,3
ROP S2	10,6	8,5	10,9	14,3	11,2
RN pdg corrigé S2	9,1	6,4	6,8	0,0	8,4
Marge opérationnelle S2	21,7%	19,0%	17,5%	21,8%	22,7%
Marge nette S2	18,7%	14,2%	11,0%	0,0%	17,1%

Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S1	16,5%	26,1%	20,7%	-21,9%	-3,7%
CA S2	29,8%	-8,1%	38,8%	5,6%	-25,1%
ROP S1	85,7%	-31,5%	-22,4%	5,3%	65,0%
ROP S2	2,8%	-19,5%	27,7%	31,5%	-22,0%

Historique de cours





CBO TERRITORIA

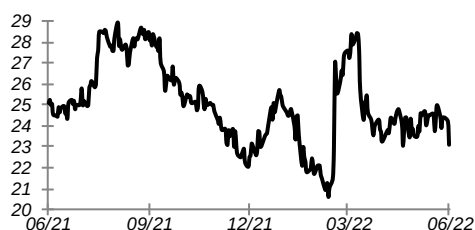
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	15,3	
Politique de compensation des émissions CO2	Oui	Oui	Oui	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	51%	52%	54%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	88	92	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	3,0%	2,0%	2,0%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	50%	49%	49%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	22%	24%	18%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	25 508	21 058	24 184	
Taux d'absentéisme	6,4%	5,0%	3,5%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,0	22,0	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenlex	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	10	10	10	
<i>dont indépendants</i>	5	5	5	
<i>dont femmes</i>	4	4	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	84%	96%	93%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Oui	Oui	Oui	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	0,0%	0,0%	0,0%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	8,45	8,56	8,5	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	97%	96%	96%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

CEGEDIM

Santé



Cours : 23,10€ 14 Juin 2022

Objectif : 28,00€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0000053506 / CGM
Reuters / Bloomberg CGDM.PA / CGM:FP
Indice CAC Small
Eligibilité PEA-PME Non

Capitalisation (M€) **323,3**
Flottant (%) 32,2%
Nbre de Titres (Mio) 13,997
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
FCB 52,7%
BpiFrance participations 15,0%
Public 32,2%
Cegedim 0,1%

	21	22e	23e
PER	15,3	15,5	13,5
PCF	4,0	3,8	3,5
VE/CA	1,1	1,0	0,9
VE/ROP	13,5	15,8	13,5
PAN	1,5	1,3	1,3
Rendement	0,0%	2,2%	1,5%
Free Cash Flow Yield	4,2%	5,1%	8,3%
ROACE	6,6%	5,9%	6,6%

	21	22e	23e
CA	524,7	550,1	572,1
CA précédent	524,7	550,1	572,1
var. n/n-1	5,6%	4,9%	4,0%
EBE	104,7	107,6	118,2
ROC	39,9	40,2	44,6
% CA	7,6%	7,3%	7,8%
ROP	43,7	34,7	38,9
% CA	8,3%	6,3%	6,8%
RN Pdg publié	26,4	16,9	19,7
% CA	5,0%	3,1%	3,4%

	21	22e	23e
BNPA	1,88	1,20	1,41
BNPA précédent	1,90	1,36	1,63
var. n/n-1	140,6%	-36,0%	16,8%
BNPA Cor	1,65	1,49	1,71
ANPA	16,6	17,3	18,4
Dividende net	0,50	0,34	0,39
DFN	234,5	225,0	203,0

Gaétan Calabro, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 68
gaetan.calabro@bnpparibas.com

De la valeur cachée mais une visibilité réduite

Activité

Cegedim est une entreprise de technologies et de services à destination principalement (>75% du CA) du secteur de la santé mais aussi de métiers connexes (assurances, RH, BPO, EDI...). Leader français de la gestion des flux dématérialisés du tiers payant, le chiffre d'affaires se répartit en cinq divisions : Logiciels et services (55,7% CA), Flux (16% CA), Data & Marketing (18,8% CA), BPO (9% CA) et Corporate (0,5% CA). Il propose ses logiciels et services de plus en plus en mode SaaS, et opère principalement en France (~88% CA / EMEA hors France ~12% CA).

Marché / Concurrence

La crise sanitaire a mis en lumière la nécessité de moderniser le système de santé. Acté dans le cadre du Ségur de la santé, le plan de relance prévoit 3,5Mds€ d'investissements (sur 3 à 5 ans) consacrés au numérique. Nous retenons 11 acteurs présents sur une ou plusieurs activités (CompuGroup Medical ou Pharmagest notamment) mais précisons qu'aucun acteur n'exerce sur l'ensemble des métiers de Cegedim.

Stratégie / Perspectives

Cegedim a entamé une restructuration depuis 2014, faite de cessions, de recentrage sur le cœur de métier et de nouveaux business model (notamment la transition de vente de logiciels vers un modèle SaaS/Cloud avec effet positif sur la marge dans la durée + récurrence). Des éléments qui devraient également être favorables à la génération de cash, identifiés comme le point faible actuel de Cegedim. Par ailleurs, les groupes de protection sociale Malakoff Humanis, Groupe VYV et PRO BTP ont finalisé mi-mai 2022 une prise de participation (AK 65M€) au capital de Cegedim Santé, filiale spécialisée dans les solutions digitales destinées aux professionnels de santé et aux patients (11% CA 2021). L'intérêt est double : 1/ un partenariat industriel permettant de développer la branche santé côté CGM en faisant rentrer des minoritaires ; 2/ la nécessité d'une prise de participation en France afin de se renforcer auprès des patients (en gagnant en visibilité et transparence) côté mutuelles. Cette opération valorise Cegedim Santé 295,9M€ pré-monnaie (soit 360,9M€ post-monnaie). Au-delà de l'opération financière, ces trois mutuelles auront à cœur de faire la promotion des produits de la suite Maia auprès de l'ensemble des praticiens et patients (c.25M d'assurés au total). Le groupe a récemment suspendu temporairement sa guidance de ROC en raison de l'inflation et du peu de pricing power sur 2022 (nombreux contrats avec incapacité à passer de nouvelles hausses de prix avant 2023). Au-delà des incertitudes liées au contexte macroéconomique, les investissements à consentir (renforcement de l'équipe commerciale et R&D) vont se traduire par un nouvel exercice de transition pour 2022.

Valorisation

La prise de participation dans Cegedim Santé division (11% CA) sur des multiples comparables aux transactions observées dans le secteur (5,1x EV/Sales) souligne la décote excessive de l'ensemble du groupe (capitalisation boursière proche de Cegedim Santé post-monnaie uniquement...). Objectif à 28,0€/action (70% DCF 28,2€ ; 30% Comparables 27,4€).

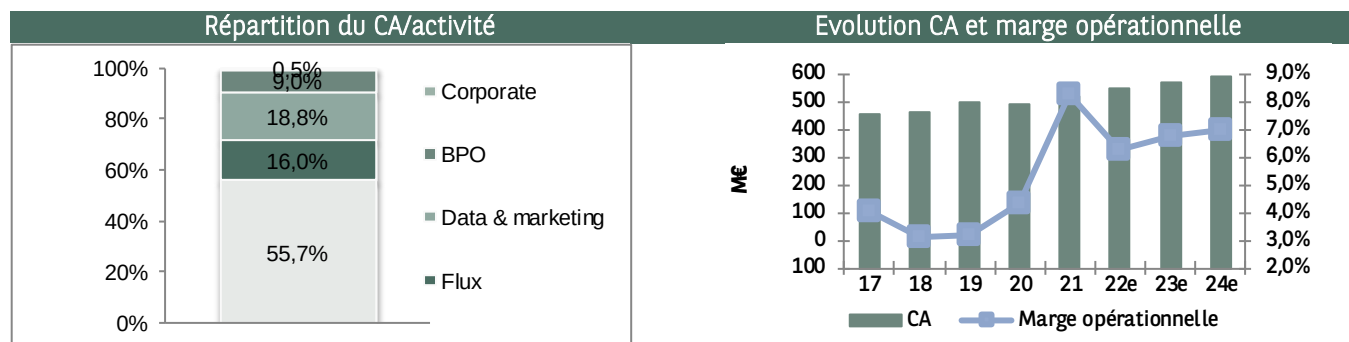
La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 10/06/2022 - 14:58 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

CEGEDIM

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	457,4	467,7	503,7	496,9	524,7	550,1	572,1	595,0
var. n/n-1	6,6%	2,2%	7,7%	-1,4%	5,6%	4,9%	4,0%	4,0%
var. organique	5,9%	1,9%	7,0%	-0,9%	5,6%	4,9%	4,0%	4,0%
EBE	77,5	76,8	101,2	103,9	104,7	107,6	118,2	125,9
ROC	37,4	33,1	37,1	41,4	39,9	40,2	44,6	47,6
var. n/n-1	61,8%	-11,7%	12,2%	11,7%	-3,7%	0,7%	11,1%	6,7%
ROP	18,5	14,4	16,1	21,5	43,7	34,7	38,9	41,7
RCAI	11,8	8,5	7,5	12,9	33,3	24,1	27,9	30,2
IS	-0,2	0,8	0,6	0,8	-2,9	2,2	2,3	2,4
RN Pdg publié	7,1	4,5	2,7	11,0	26,4	16,9	19,7	21,4
RN Pdg corrigé	18,4	14,4	10,2	27,7	23,1	20,9	23,9	25,7
var. n/n-1	-/+	-21,7%	-29,0%	+/-	-16,6%	-9,5%	14,2%	7,7%
Tmva CA 2019 / 2023e	3,2%							
Marge brute (%)	92,6%	93,7%	94,4%	94,9%	94,9%	95,1%	95,0%	95,0%
Marge opérationnelle (%)	4,1%	3,1%	3,2%	4,3%	8,3%	6,3%	6,8%	7,0%
Marge nette (%)	4,0%	3,1%	2,0%	5,6%	4,4%	3,8%	4,2%	4,3%
Taux IS (%)	1,5%	-9,6%	-7,7%	-6,3%	8,7%	-9,1%	-8,2%	-7,9%
Frais de personnel / CA (%)	47,1%	49,2%	49,6%	51,6%	53,1%	54,0%	52,5%	52,0%
CA/effectif (K€)	108	103	102	94	93	-	-	-
var. n/n-1	2,3%	-5,2%	-0,7%	-8,1%	-0,6%	-	-	-
Effectif moyen	4 230	4 562	4 946	5 311	5 643	-	-	-
var. n/n-1	4,1%	7,8%	8,4%	7,4%	6,3%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	197,4	198,8	201,1	207,6	232,0	241,9	256,9	272,7
Dettes financières nettes	227,5	98,3	234,0	228,4	234,5	225,0	203,0	178,0
Autres	34,8	35,9	47,6	48,5	46,7	46,7	46,7	46,7
Capitaux investis	459,6	333,2	482,8	484,8	513,6	513,9	506,8	497,6
Immobilisations nettes	404,5	422,8	516,1	534,6	564,8	568,9	564,0	557,1
dont écarts d'acquisition	313,6	329,7	350,3	349,1	367,0	367,0	367,0	367,0
dont financières	57,7	59,6	66,6	75,2	76,1	76,1	76,1	76,1
BFR	55,2	-89,6	-33,2	-49,8	-51,2	-55,0	-57,2	-59,5
Actif économique	459,6	333,2	482,8	484,8	513,6	513,9	506,8	497,6
Gearing (%)	115,3%	49,4%	116,3%	109,9%	100,9%	92,9%	79,0%	65,2%
BFR/CA (%)	12,1%	-19,2%	-6,6%	-10,0%	-9,8%	-10,0%	-10,0%	-10,0%
Dettes financières nettes/EBE (x)	2,9	1,3	2,3	2,2	2,2	2,1	1,7	1,4
ROE (%)	3,6%	2,3%	1,3%	5,3%	11,4%	7,0%	7,7%	7,8%
ROACE (%) après IS normé	5,0%	4,5%	3,3%	7,3%	6,6%	5,9%	6,6%	7,1%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	72,8	52,9	82,5	87,6	88,9	84,2	93,2	99,6
Variation BFR	-12,4	61,5	-66,6	12,2	-9,2	3,8	2,2	2,3
Investissements industriels	-60,6	-58,9	-62,4	-74,5	-64,8	-71,5	-68,7	-71,4
% du CA	13,3%	12,6%	12,4%	15,0%	12,3%	13,0%	12,0%	12,0%
Cash Flow Libre	-0,2	55,5	-46,5	25,2	15,0	16,6	26,7	30,5
Cessions d'actifs	1,6	64,7	8,6	11,1	2,7	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	-3,9	0,0	-1,0	-3,2	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-7,0	-4,7	-5,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-10,2	12,9	-97,7	-29,7	-20,7	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	8,9	-129,2	135,6	-5,6	6,2	-9,5	-22,0	-25,0
Dettes financières nettes	227,5	98,3	234,0	228,4	234,5	225,0	203,0	178,0



CEGEDIM

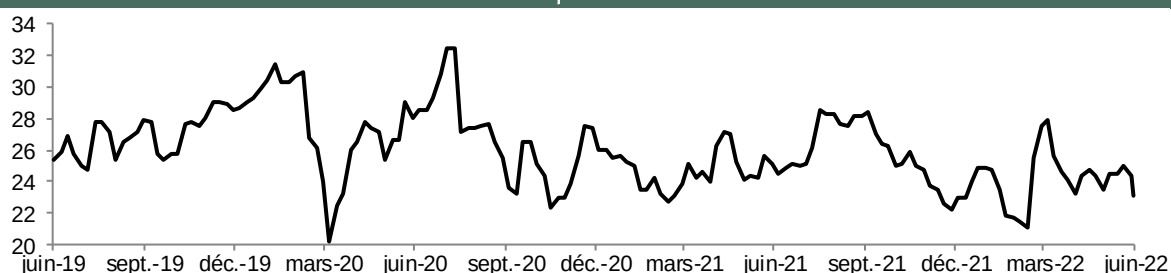
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,51	0,32	0,19	0,78	1,88	1,20	1,41	1,53
var. n/n-1	-/+	-21,7%	-29,0%	+ /++	-16,6%	-9,5%	14,2%	7,7%
CFPA	5,2	3,8	5,9	6,3	6,4	6,0	6,7	7,1
ANPA	14,1	14,2	14,4	14,8	16,6	17,3	18,4	19,5
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,34	0,39	0,43
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,3%	22,6%	23,1%	23,3%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	23,6%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	3,1%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	22,6	31,7	35,7	13,7	15,3	15,5	13,5	12,6
PCF (x)	5,7	8,6	4,4	4,3	4,0	3,8	3,5	3,2
PAN (x)	2,1	2,3	1,8	1,8	1,5	1,3	1,3	1,2
VE/CA (x)	1,4	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8
VE/EBE (x)	8,3	7,2	5,9	5,8	5,6	5,1	4,5	4,0
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	28,2	13,5	15,8	13,5	12,0
Free Cash Flow Yield (%)	0,0%	12,1%	-12,7%	6,7%	4,2%	5,1%	8,3%	9,4%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%	1,5%	1,7%
Capitalisation (M€)	415,5	456,7	364,9	377,9	353,1	323,3	323,3	323,3
Valeur d'Entreprise (VE)	642,9	555,2	599,0	606,5	588,0	548,6	526,5	501,5
Cours de référence (€)	29,7	32,6	26,1	27,0	25,2	23,1	23,1	23,1
Nb de titres (Mio)	13,997	13,997	13,997	13,997	13,997	13,997	13,997	13,997
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	01/01/1995							
Cours d'introduction ajusté	38,1 €							

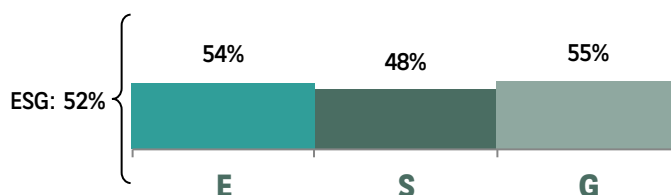
Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22	24
CA T1	110,0	111,9	119,2	121,5	122,5	129,2	-
CA T2	114,1	115,7	126,6	114,7	128,7		-
CA S1	224,1	227,6	245,8	236,2	251,2		-
ROP S1	-3,5	2,3	-3,7	0,1	14,9		-
RN pdg corrigé S1	5,6	-113,8	10,2	1,8	3,7		-
Marge opérationnelle S1	-1,6%	1,0%	-1,5%	0,1%	5,9%		-
Marge nette S1	2,5%	-50,0%	4,2%	0,8%	1,5%		-
CA T3	106,9	108,8	118,4	118,9	124,8		-
CA T4	126,5	131,2	139,5	141,8	148,7		-
CA S2	233,4	240,1	258,0	260,7	273,5		-
ROP S2	22,0	12,1	19,8	21,4	28,7		-
RN pdg corrigé S2	20,9	10,7	16,8	27,9	20,0		-
Marge opérationnelle S2	9,4%	5,1%	7,7%	8,2%	10,5%		-
Marge nette S2	9,0%	4,5%	6,5%	10,7%	7,3%		-

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>							
CA T1	6,4%	1,8%	6,5%	1,9%	0,8%	5,5%	-
CA T2	7,0%	1,4%	9,4%	-9,4%	12,2%		-
CA T3	6,6%	1,8%	8,8%	0,4%	5,0%		-
CA T4	6,3%	3,8%	6,3%	1,6%	4,9%		-
CA S1	4,0%	1,6%	8,0%	-3,9%	6,4%		-
CA S2	9,2%	2,9%	7,5%	1,1%	4,9%		-
ROP S1	+/-	-/+	+/-	-/+	+ /++		-
ROP S2	-/+	-44,9%	63,0%	8,0%	34,4%		-

Historique de cours



CEGEDIM



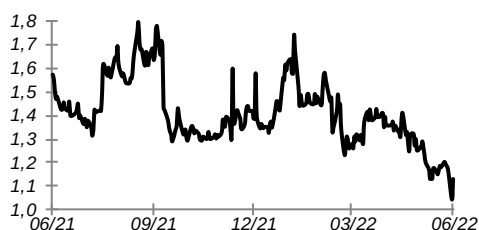
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	3,3	3,1	1,9	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	45%	45%	46%	
Index égalité salariale femmes / hommes	78	95	92	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	2,4%	ND	ND	80 collaborateurs en France.
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	26%	28%	40%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	26%	25%	18%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	82	87	86	
Taux d'absentéisme	12%	8,6%	4,4%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	61,0	23,0	35,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	Oui	Afep-Medef, puis Code Middlednext en 2019.
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	10	10	10	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	4	4	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	86%	92%	94%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	Les risques sont traités par le comité d'audit.
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	Le RSSI est en charge de la cybersécurité et de la certification ISO 27001, HDS et ISAE 3402.
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	68%	69%	54%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	100%	81%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

CERINNOV

Technologie



Cours : 1,13€

14 Juin 2022

Objectif : 1,80€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0013178712 / ALPCV
Reuters / Bloomberg ALPCV.PA / ALPCV:FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **5,1**
Flottant (%) 65,7%
Nbre de Titres (Mio) 4,496
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Fondateurs dirigeants 28,3%
Actionnaire historiques 6,0%
Public 65,7%

	21	22e	23e
PER	ns	7,8	3,4
PCF	ns	3,4	2,1
VE/CA	1,3	0,9	0,7
VE/ROP	ns	ns	9,7
PAN	1,8	1,3	1,0
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-5,6%	-19,9%	0,7%
ROACE	ns	3,3%	9,5%

CA	10,2	14,5	17,9
CA précédent	10,2	14,5	17,9
var. n/n-1	39,6%	42,6%	23,4%
EBE	0,1	1,7	2,6
ROC	-0,9	0,8	1,7
% CA	-8,7%	5,5%	9,5%
ROP	-1,3	0,4	1,3
% CA	-12,9%	2,9%	7,4%
RN Pdg publié	-1,5	0,3	1,1
% CA	-15,0%	1,9%	6,3%

BNPA	-0,34	0,06	0,25
BNPA précédent	-0,34	0,06	0,25
var. n/n-1	ns	ns	311,3%
BNPA Cor	-0,34	0,14	0,33
ANPA	0,8	0,9	1,2
Dividende net	0,00	0,00	0,00

DFN	6,8	7,8	7,8

Maxence Dhoury, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 12
maxence.dhoury@bnpparibas.com

Remonte progressivement la pente

Activité

Créé en 1998, Cerinnov est un spécialiste des solutions globales et innovantes de production à destination des industries de la céramique et du verre. Il conçoit, fabrique, programme et met en route des équipements de production pour ses clients. Ses nombreux domaines d'expertise (robotisation, fours, machines laser, consommables...) lui permettent une présence sur l'ensemble de la chaîne de valeur de la production. Son expertise en conception-fabrication de machines pour « usines intelligentes » est protégée par un portefeuille de brevets qui matérialise une barrière à l'entrée. Le groupe produit en France et au Portugal mais dispose d'un réseau mondial d'agents qui lui fournissent une veille sur les projets d'investissement industriels. Cerinnov réalisait ainsi avant la crise sanitaire ~80% de son CA hors de France dont >40% hors d'Europe.

Marché / Concurrence

Au-delà des arts de la table, les multiples propriétés des matières céramiques (résistance à la chaleur, dureté, etc...) les rendent utilisables voire indispensables dans de nombreux secteurs (énergie, aéronautique, medtech) pour des applications très diverses (boucliers thermiques, prothèses médicales, gilets pare-balles, turbines...). Cerinnov a différents concurrents selon les segments adressés. Son principal concurrent est l'italien Sacmi, qui a également la capacité de proposer à ses clients des chaînes de production (machines + fours) mais ne propose pas de procédés laser.

Stratégie / Perspectives

Le groupe a eu du mal à amortir les investissements réalisés après l'IPO de 2016 et ses comptes se sont en particulier dégradés à partir de 2019 dans un contexte particulièrement adverse pour les investissements industriels (guerre commerciale puis crise sanitaire). 2021 marque au contraire une première étape de redressement avec une division par trois environ des pertes qui s'explique par un triple effet : 1/ le rebond franc de l'activité (CA +40% dont +71% au S2) après deux années de décroissance, 2/ l'amélioration structurelle de la marge brute (hors autres produits, +9pts à 58%) du fait de l'évolution du mix produits et de la réorganisation de la production et 3/ la base de coûts largement réduite après plusieurs plans d'économies lancés ces dernières années (opex -4% vs 2020 et -38% vs 2019). Le bilan reste tendu mais nous pensons qu'il est gérable si le scénario d'un retour aux bénéfices se confirme en 2022, ce qui est crédibilisé par de multiples annonces de commandes ces derniers mois qui traduisent le dégel du marché.

Valorisation

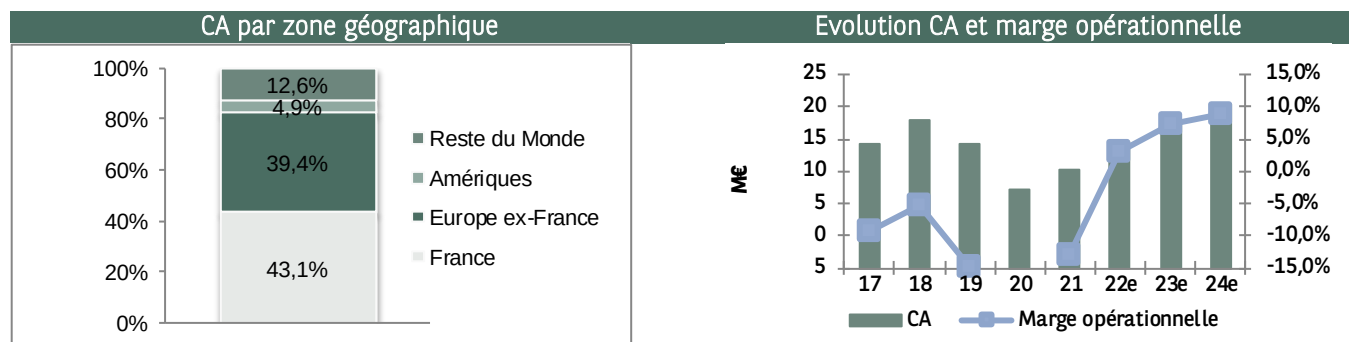
Après s'être réorganisé, le groupe dispose désormais d'un fort levier opérationnel qui laisse espérer une normalisation progressive de ses résultats et de son bilan. Nous sommes à Acheter (1) avec un objectif de 1,8€ (DCF avec WACC de 11,7% et EBIT cible de 10% + décote ESG de 10%).

CERINNOV

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	14,2	18,0	14,2	7,3	10,2	14,5	17,9	20,4
var. n/n-1	-24,4%	27,4%	-21,2%	-48,6%	39,6%	42,6%	23,4%	13,9%
var. organique	-24,4%	22,4%	-27,0%	-55,2%	39,6%	42,6%	23,4%	13,9%
EBE	-0,5	0,2	-0,9	-2,1	0,1	1,7	2,6	3,1
ROC	-1,0	-0,2	-1,6	-3,4	-0,9	0,8	1,7	2,2
var. n/n-1	+/-	- -/-	+ /++	+ /++	- -/-	- /+	+ /++	29,3%
ROP	-1,3	-0,9	-2,1	-4,2	-1,3	0,4	1,3	1,8
RCAI	-1,5	-1,0	-2,3	-4,4	-1,5	0,3	1,1	1,6
IS	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
RN Pdg publié	-1,3	-0,9	-2,3	-4,2	-1,5	0,3	1,1	1,6
RN Pdg corrigé	-1,3	-0,9	-2,3	-4,2	-1,5	0,7	1,5	2,0
var. n/n-1	+/-	- -/-	+ /++	- /--	- -/-	- /+	+ /++	33,2%
Tmva CA 2019 / 2023e	6,0%							
Marge brute (%)	61,0%	62,8%	74,0%	72,7%	69,8%	63,2%	61,7%	61,2%
Marge opérationnelle (%)	-9,2%	-5,1%	-14,9%	ns	-12,9%	2,9%	7,4%	8,9%
Marge nette (%)	-9,0%	-5,2%	-16,0%	ns	-15,0%	4,5%	8,4%	9,8%
Taux IS (%)	9,8%	4,9%	-1,0%	3,1%	-2,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Frais de personnel / CA (%)	40,7%	35,4%	47,1%	63,8%	40,4%	29,2%	25,3%	23,8%
CA/effectif (K€)	134	143	106	62	110	-	-	-
var. n/n-1	-45,4%	6,6%	-26,0%	-41,2%	76,9%	-	-	-
Effectif moyen	105	126	134	117	93	-	-	-
var. n/n-1	38,5%	19,5%	6,6%	-12,5%	-21,1%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	10,8	10,2	9,2	5,2	3,8	4,1	5,2	6,8
Dettes financières nettes	-2,1	3,6	4,8	6,6	6,8	7,8	7,8	6,7
Autres	1,2	1,1	1,1	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6
Capitaux investis	9,9	14,9	15,1	13,5	12,2	13,5	14,6	15,1
Immobilisations nettes	5,0	8,8	9,2	8,8	8,4	8,1	7,8	7,6
dont écarts d'acquisition	2,1	3,1	2,7	2,4	2,0	1,6	1,2	0,9
dont financières	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
BFR	5,0	6,3	6,0	4,8	3,9	5,5	6,8	7,6
Actif économique	9,9	14,9	15,1	13,5	12,2	13,5	14,6	15,1
Gearing (%)	-19,6%	35,1%	52,5%	126,2%	180,6%	193,3%	150,5%	98,6%
BFR/CA (%)	35,3%	34,9%	42,3%	65,9%	38,2%	37,5%	38,0%	37,1%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	15,2	ns	ns	124,1	4,7	3,0	2,2
ROE (%)	ns	ns	ns	ns	ns	6,8%	21,8%	23,9%
ROACE (%) après IS normé	ns	ns	ns	ns	ns	3,3%	9,5%	12,3%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-0,9	0,1	-1,0	-2,8	-0,4	1,5	2,4	2,9
Variation BFR	0,1	-0,7	0,3	1,2	0,9	-1,6	-1,4	-0,8
Investissements industriels	-1,1	-2,9	-1,7	-1,0	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
% du CA	7,9%	15,9%	11,7%	13,3%	8,8%	6,5%	5,5%	5,1%
Cash Flow Libre	-1,9	-3,5	-2,4	-2,5	-0,4	-1,0	0,0	1,1
Cessions d'actifs	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-2,7	-2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,7	0,4	1,3	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	-0,5	-0,2	0,8	-0,1	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	3,8	5,7	1,3	1,7	0,3	1,0	0,0	-1,1
Dettes financières nettes	-2,1	3,6	4,8	6,6	6,8	7,8	7,8	6,7



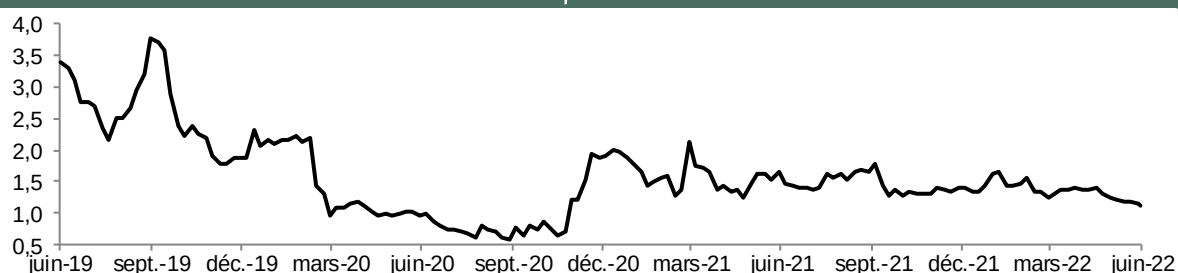
CERINNOV

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-0,36	-0,27	-0,52	-0,97	-0,34	0,06	0,25	0,36
var. n/n-1	+/-	- -/-	-/-	-/-	- -/-	-/+	+ /++	33,2%
CFPA	-0,2	0,0	-0,2	-0,6	-0,1	0,3	0,5	0,6
ANPA	3,1	2,9	2,1	1,2	0,8	0,9	1,2	1,5
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	ns							

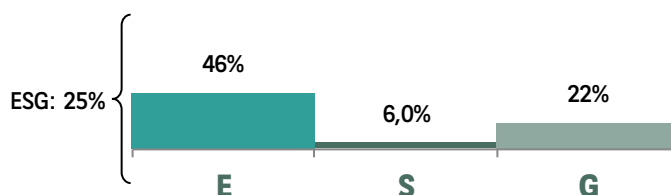
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	ns	ns	ns	7,8	3,4	2,5
PCF (x)	ns	ns	ns	ns	ns	3,4	2,1	1,8
PAN (x)	3,4	2,3	1,6	1,0	1,8	1,3	1,0	0,7
VE/CA (x)	2,4	1,5	1,4	1,6	1,3	0,9	0,7	0,6
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	7,8	5,0	3,8
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	9,7	6,5
Free Cash Flow Yield (%)	-5,1%	-15,1%	-16,8%	-48,7%	-5,6%	-19,9%	0,7%	21,3%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	36,7	23,2	14,6	5,2	6,7	5,1	5,1	5,1
Valeur d'Entreprise (VE)	34,6	26,8	19,4	11,7	13,6	12,9	12,9	11,8
Cours de référence (€)	10,5	6,7	3,3	1,2	1,5	1,1	1,1	1,1
Nb de titres (Mio)	3,488	3,488	4,352	4,352	4,496	4,496	4,496	4,496
Nb de titres corrigé (Mio)	3,488	3,488	4,352	4,352	4,496	4,496	4,496	4,496
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	20/06/2016							
Cours d'introduction ajusté	8,6 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	24
CA T1	-	-	-	-	-	-
CA T2						-
CA S1	7,8	7,9	7,2	3,9	4,4	
ROP S1	-0,6	-0,3	-1,0	-2,1	-1,0	
RN pdg corrigé S1	-0,5	-0,1	-0,8	-1,9	-1,0	
Marge opérationnelle S1	-7,1%	-3,6%	-13,4%	ns	-23,2%	
Marge nette S1	-6,2%	-1,0%	-11,8%	-49,0%	-22,2%	
CA T3						-
CA T4						-
CA S2	6,3	10,1	7,1	3,4	5,8	
ROP S2	-0,7	-0,6	-1,2	-2,1	-0,3	
RN pdg corrigé S2	-0,6	-0,7	-1,2	-2,1	-0,4	
Marge opérationnelle S2	-11,8%	-6,3%	-16,4%	ns	-4,9%	
Marge nette S2	-9,9%	-6,9%	-17,7%	ns	-6,2%	
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	-	-	-	-	-	-
CA T2						-
CA T3						-
CA T4						-
CA S1	6,2%	0,8%	-9,6%	-46,1%	15,0%	
CA S2	-44,3%	60,4%	-30,2%	-51,1%	67,1%	
ROP S1	+/-	- -/-	+ /++	+ /++	- -/-	
ROP S2	+/-	- -/-	- /--	- /--	- -/-	

Historique de cours



CERINNOV

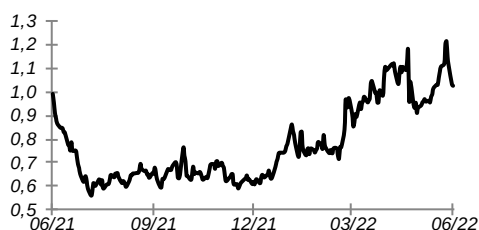


Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	Non	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	ND	Modérée	Modérée	Activité fours tournée vers l'efficacité énergétique
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	ND	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	ND	Non	Non	
Certification 14001	ND	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	ND	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	Non applicable en 2020 car plan de licenciement économique collectif
Certification Great Place To Work / Happy At Work	ND	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	ND	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	ND	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	49	46	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	ND	Oui	Oui	Respect partiel de Middlednext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	ND	Non	Non	
Nombre de membres composant le conseil d'administration	ND	4	4	
dont indépendants	ND	0	0	
dont femmes	ND	0	0	
Administrateur représentant les salariés au CA	ND	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	ND	Non	Non	
Comité des risques	ND	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	ND	Non	Non	
Comité RSE	ND	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	ND	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	ND	40%	40%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	ND	NA	NA	Pas de rémunération variable
Déclaration de la rémunération du CEO	ND	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	NA	NA	Pas de rémunération variable
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	100%	100%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

CGG
Energie



Cours : 1,03€

14 Juin 2022

Objectif : 0,85€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Eligibilité PEA-PME

Euronext
FR0013181864 / CGG
GEPH.PA / GA:FP
CAC Mid 60
Non

Capitalisation (M€)
Flottant (%)
Nbre de Titres (Mio)
Date de clôture

730,7
82,8%
711,791
31-Déc

Actionnariat
Contrarian Capital Management
Rivet and Mercantile AM
Autocontrôle
Flottant

9,2%
8,0%
0,0%
82,8%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	ns
PCF	1,7	4,2	2,6
VE/CA	1,5	1,7	1,4
VE/ROP	ns	20,6	10,1
PAN	0,6	0,8	0,8
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	19,3%	31,2%	-2,5%
ROACE	ns	3,3%	13,0%

	21	22e	23e
CA	1 062,2	959,4	1 158,3
CA précédent	945,1	941,7	1 126,0
var. n/n-1	19,9%	-9,7%	20,7%
EBE	349,7	325,1	434,0
ROC	-23,2	76,9	164,4
% CA	-2,2%	8,0%	14,2%
ROP	-23,2	76,9	164,4
% CA	-2,2%	8,0%	14,2%
RN Pdg publié	-180,5	-78,8	0,8
% CA	-17,0%	-8,2%	0,1%

	21	22e	23e
BNPA	-0,25	-0,11	0,00
BNPA précédent	-0,17	-0,09	0,00
var. n/n-1	ns	ns	ns
BNPA Cor	-0,25	-0,11	0,00
ANPA	1,4	1,3	1,3
Dividende net	0,00	0,00	0,00

	21	22e	23e
DFN	1 026,6	856,6	931,5

Nicolas Montel, Analyste Financier
Nicolas Royot
+33 (0)1 40 17 59 10
nicolas.montel@bnpparibas.com

Conjoncture plus favorable

Activité

CGG est un leader mondial de Géosciences entièrement intégrées qui offre des compétences de premier plan en géologie, géophysique, caractérisation et développement de réservoirs. Le groupe est présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur, de l'exploration à la production des ressources naturelles. CGG intervient dans trois segments : Équipements (30% du CA), Géosciences (34% du CA) et Multi-clients (35% du CA).

Marché / Concurrence

Les activités de CGG sont dépendantes des variations des investissements E&P des clients. Le secteur du traitement de données est dominé par CGG et WesternGeco. Les principaux concurrents de Sercel (>50% de PDM) sont Ion Geophysical Inc, Inova (JV entre BGP et ION) et Geospace Technologies Corporation.

Stratégie / Perspectives

La crise sanitaire et la réduction des investissements des clients ont conduit le groupe à poursuivre sa restructuration et à réduire ses coûts. Grâce à ses compétences en gestion d'importantes quantités de données liées à ses activités de géoscience et à la puissance de ses capacités de calcul, le groupe souhaite passer de société parapétrolière à une société de haute technologie. Pour 2022, CGG table sur une croissance de 10% de son CA (+7,4%) avec une progression de 18% pour GGR (vs PZP +7% avant publication, hausse des investissements multi-clients) et des ventes stables en équipement (vs PZP +8% avant publi). Le management prévoit ainsi une marge d'EBITDA 2022 entre 39 et 40% (PZP +37,5% et 37% en 2021). Le groupe table par ailleurs sur une forte croissance de ses activités « Beyond the Core business » qui devrait représenter 20% de ses ventes en 2025 vs 5% actuellement.

Valorisation

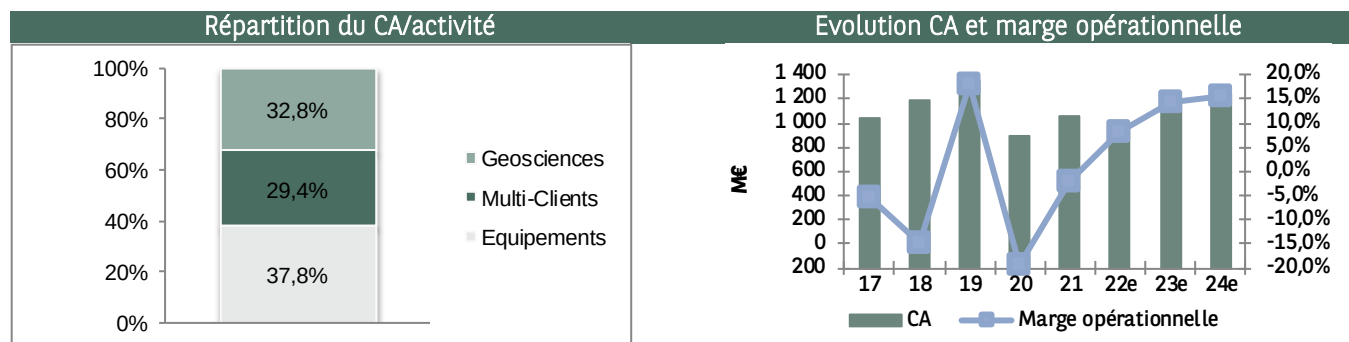
Nous valorisons CGG par somme des parties à 0,81€ auquel nous ajoutons une prime ESG de 5%.

CGG

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	1 035,1	1 193,5	1 355,9	886,0	1 062,2	959,4	1 158,3	1 232,5
var. n/n-1	7,5%	15,3%	13,6%	-34,7%	19,9%	-9,7%	20,7%	6,4%
var. organique	7,5%	15,3%	13,6%	-34,7%	19,9%	-9,7%	20,7%	6,4%
EBE	327,8	474,2	676,3	221,6	349,7	325,1	434,0	464,6
ROC	-57,9	-179,7	243,5	-172,7	-23,2	76,9	164,4	190,8
var. n/n-1	- -/-	+ /++	- /+	+ /-	- -/-	- /+	+ /++	16,1%
ROP	-57,9	-179,7	243,5	-172,7	-23,2	76,9	164,4	190,8
RCAI	-264,7	-307,1	117,4	-346,2	-186,1	-65,5	22,0	48,4
IS	-18,7	-7,4	8,9	-29,5	4,4	-7,3	-14,2	-20,1
RN Pdg publié	-304,3	-921,5	-69,1	-441,8	-180,5	-78,8	0,8	20,3
RN Pdg corrigé	-304,3	-921,5	-69,1	-441,8	-180,5	-78,8	0,8	20,3
var. n/n-1	- -/-	+ /++	- -/-	+ /++	- -/-	- -/-	- /+	+ /++
Tmva CA 2019 / 2023e	-3,9%							
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	-5,6%	-15,1%	18,0%	-19,5%	-2,2%	8,0%	14,2%	15,5%
Marge nette (%)	-29,4%	ns	-5,1%	-49,9%	-17,0%	-8,2%	0,1%	1,7%
Taux IS (%)	-7,1%	-2,4%	-7,6%	-8,5%	2,4%	-11,2%	64,5%	41,5%
Frais de personnel / CA (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
CA/effectif (K€)	197	234	297	228	321	-	-	-
var. n/n-1	18,6%	19,1%	26,9%	-23,3%	40,8%	-	-	-
Effectif moyen	5 266	5 099	4 564	3 890	3 312	-	-	-
var. n/n-1	-9,4%	-3,2%	-10,5%	-14,8%	-14,9%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	489,1	1 631,5	1 561,7	1 119,7	962,7	889,9	897,7	926,1
Dettes financières nettes	2 639,7	732,6	715,5	1 056,7	1 026,6	856,6	931,5	980,4
Autres	117,5	394,8	219,1	203,1	101,6	246,6	246,6	246,6
Capitaux investis	3 285,3	2 801,5	2 542,0	2 424,4	2 134,6	2 036,8	2 119,6	2 178,3
Immobilisations nettes	2 993,7	2 370,9	2 247,8	2 135,0	1 883,6	1 922,4	1 964,9	2 008,6
dont écarts d'acquisition	1 234,0	1 229,0	1 206,9	1 186,5	1 083,6	1 083,6	1 083,6	1 083,6
dont financières	255,3	31,2	30,4	30,9	47,6	47,6	47,6	47,6
BFR	546,9	461,8	324,6	320,3	298,6	162,0	202,3	217,4
Actif économique	3 285,3	2 801,5	2 542,0	2 424,4	2 134,6	2 036,8	2 119,6	2 178,3
Gearing (%)	499,8%	43,8%	44,5%	90,7%	102,0%	91,7%	98,9%	101,1%
BFR/CA (%)	52,8%	38,7%	23,9%	36,2%	28,1%	16,9%	17,5%	17,6%
Dettes financières nettes/EBE (x)	8,1	1,5	1,1	4,8	2,9	2,6	2,1	2,1
ROE (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	0,1%	2,2%
ROACE (%) après IS normé	ns	ns	8,4%	ns	ns	3,3%	13,0%	12,6%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	152,9	360,9	557,3	219,9	331,8	175,4	277,4	262,7
Variation BFR	-40,0	-68,8	113,6	-35,8	-84,9	136,6	-40,3	-15,0
Investissements industriels	-303,2	-300,8	-261,6	-289,2	-136,8	-85,0	-255,0	-260,5
% du CA	29,3%	25,2%	19,3%	32,6%	12,9%	8,9%	22,0%	21,1%
Cash Flow Libre	-190,3	-8,7	409,3	-105,1	110,1	227,0	-18,0	8,1
Cessions d'actifs	25,3	4,0	0,1	0,5	93,0	145,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	0,0	-0,4	-2,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	129,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-24,2	1 782,5	-392,3	-236,2	-171,0	-202,0	-57,0	-57,0
Variation dettes financières nettes	189,2	-1 907,1	-17,1	341,2	-30,1	-170,0	75,0	48,9
Dettes financières nettes	2 639,7	732,6	715,5	1 056,7	1 026,6	856,6	931,5	980,4



CGG

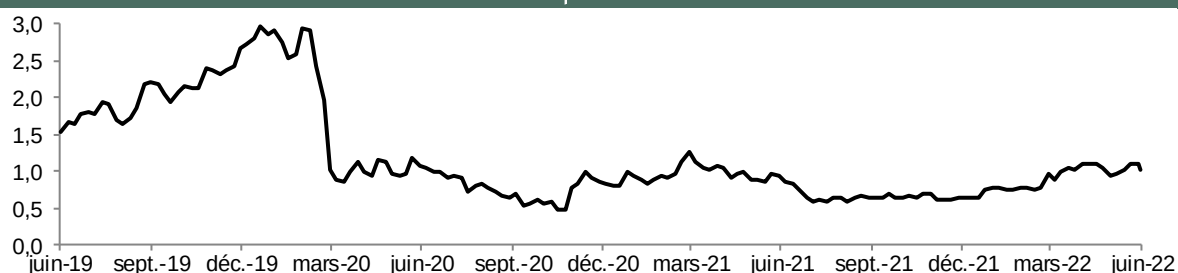
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-14,24	-1,49	-0,10	-0,62	-0,25	-0,11	0,00	0,03
var. n/n-1	- -/-	- -/-	- -/-	+ /++	- -/-	- -/-	- /+	+ /++
CFPA	7,2	0,6	0,8	0,3	0,5	0,2	0,4	0,4
ANPA	22,9	2,6	2,2	1,6	1,4	1,3	1,3	1,3
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	-15,9%							

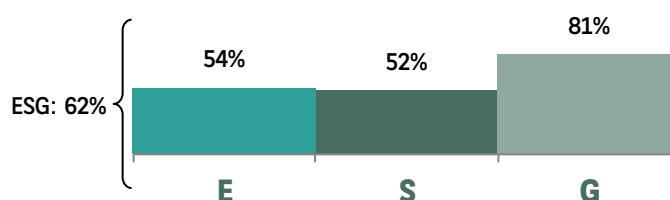
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	35,9
PCF (x)	0,3	3,4	2,4	3,9	1,7	4,2	2,6	2,8
PAN (x)	0,1	0,8	0,8	0,8	0,6	0,8	0,8	0,8
VE/CA (x)	2,6	1,6	1,5	2,2	1,5	1,7	1,4	1,4
VE/EBE (x)	8,2	4,1	3,0	8,6	4,6	4,9	3,8	3,7
VE/ROP (x)	ns	ns	8,4	ns	ns	20,6	10,1	9,0
Free Cash Flow Yield (%)	-389,1%	-0,7%	30,9%	-12,3%	19,3%	31,2%	-2,5%	1,1%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	50,6	1 222,6	1 320,7	855,4	569,8	730,4	730,4	730,4
Valeur d'Entreprise (VE)	2 691,3	1 956,2	2 037,2	1 913,1	1 597,4	1 587,9	1 662,9	1 711,8
Cours de référence (€)	2,3	2,0	1,9	1,2	0,8	1,0	1,0	1,0
Nb de titres (Mio)	22,133	608,438	709,950	710,740	711,526	711,526	711,526	711,526
Nb de titres corrigé (Mio)	21,375	617,568	711,898	710,715	711,501	711,501	711,501	711,501
% de la dilution	0,2%	1,5%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	01/01/1983							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	249,4	294,7	271,4	252,7	100,0	175,0
CA T2	349,8	349,8	335,3	239,0	157,0	
CA S1	599,2	632,6	606,7	491,2	257,0	
ROP S1	-71,0	40,8	71,2	-72,1	-15,0	
RN pdg corrigé S1	-315,0	-314,8	-128,1	-245,3	-132,0	
Marge opérationnelle S1	-11,8%	6,4%	11,7%	-14,7%	-5,8%	
Marge nette S1	ns	-49,8%	-21,1%	-49,9%	ns	
CA T3	320,1	333,0	323,4	178,0	270,0	
CA T4	400,7	370,0	425,8	217,0	535,2	
CA S2	720,8	560,9	749,2	395,0	805,2	
ROP S2	-81,2	-220,5	172,3	-101,0	-8,2	
RN pdg corrigé S2	-199,9	213,2	59,0	-193,0	-	
Marge opérationnelle S2	-11,3%	-39,3%	23,0%	-25,6%	-1,0%	
Marge nette S2	-27,7%	38,0%	7,9%	-48,9%	-	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	-20,3%	18,2%	-7,9%	-6,9%	-60,4%	75,0%
CA T2	20,6%	0,0%	-4,1%	-28,7%	-34,3%	
CA T3	21,3%	4,0%	-2,9%	-45,0%	51,7%	
CA T4	22,2%	-7,7%	15,1%	-49,0%	+ /++	
CA S1	-0,6%	5,6%	-4,1%	-19,0%	-47,7%	
CA S2	21,8%	-22,2%	33,6%	-47,3%	+ /++	
ROP S1	- -/-	- /+	74,5%	+ /-	- -/-	
ROP S2	- -/-	+ /++	- /+	+ /-	- -/-	

Historique de cours





Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	47,1	50,6	60,2	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	31%	31%	30%	
Index égalité salariale femmes / hommes	92	88	85	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	5,9%	5,2%	6,1%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	0	0	0	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	1,6	0,9	1,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Non	Oui	Oui	Afep
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	9	9	9	
<i>dont indépendants</i>	7	7	7	
<i>dont femmes</i>	5	5	5	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	97%	100%	97%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Oui	Oui	Comité audit et risque
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	Droits de vote doubles pour une inscription nominative depuis 2 ans
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	9,2%	9,2%	9,2%	Depuis 2018: Contrarian Capital Management
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	36,6	33,5	16,4	Sur la base du périmètre groupe France
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	95%	92%	87%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

CHARGEURS

Services aux entreprises



Cours : 16,46€ 14 Juin 2022

Objectif : 31,50€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0000130692 / CRI
Reuters / Bloomberg CRI PA / CRI FP
Indice CAC Small
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **409,9**
Flottant (%) 72,9%
Nbre de Titres (Mio) 24,903
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Colombus Holding SAS 27,1%
Sycomore Asset Management 8,7%
Amundi 5,7%
Auto-contrôle 4,6%

	21	22e	23e
PER	18,2	12,7	9,3
PCF	13,0	7,0	5,7
VE/CA	0,9	0,6	0,6
VE/ROP	15,8	9,9	7,5
PAN	2,1	1,4	1,3
Rendement	5,7%	7,5%	5,0%
Free Cash Flow Yield	7,3%	5,0%	9,1%
ROACE	9,2%	10,2%	12,3%

CA	736,6	814,9	849,6
CA précédent	736,6	814,9	849,6
var. n/n-1	-10,4%	10,6%	4,2%
EBE	73,8	80,9	96,0
ROC	50,7	54,8	68,1
% CA	6,9%	6,7%	8,0%
ROP	41,2	49,3	62,6
% CA	5,6%	6,0%	7,4%
RN Pdg publié	30,6	31,8	43,7
% CA	4,2%	3,9%	5,1%

BNPA	1,26	1,30	1,78
BNPA précédent	1,26	1,30	1,78
var. n/n-1	-28,3%	2,7%	37,2%
BNPA Cor	1,26	1,30	1,78
ANPA	11,0	11,7	12,6
Dividende net	1,24	0,82	1,13
DFN	85,4	78,1	61,4

Jeremy Sallée, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30
jeremy.sallee@bnpparibas.com

Tous les voyants sont au vert

Activité

Chargeurs occupe une position de leader dans 4/5 BU positionnées sur des marchés de niche. La 1^{ère} (46% CA 2021), Protective Films (CPF) conçoit des films autoadhésifs pour la protection temporaire de surfaces fragiles. La 2^e, Fashion Technologies (CFT 21% CA 2021) correspond à la production d'entoilage pour l'habillement. La 3^e est en pleine expansion et a été rebaptisée CMS (Chargeurs Museum Solutions 8% CA 2021) suite aux dernières acquisitions (D&P, Design PM, Hypsos, Met Studio) qui la conduisent à devenir le leader mondial de l'expérience muséale. La 4^e qui est une activité de négoce de fibres haut de gamme, se nomme Luxury Materials (12% CA 2021 CLM) et adresse les filateurs avec des « wool tops » (rubans de laine peignée). Enfin, en 2020 et en pleine pandémie, Chargeurs a créé en quelques semaines la division Healthcare Solutions (CHS 13% CA 2021) dédiée à la vente de solutions de protection sanitaire (masques textiles et chirurgicaux).

Marché / Concurrence

Bien que positionnées sur quatre secteurs différents, les activités évoluent sur des cycles économiques relativement synchrones : 1/ Le marché de la protection temporaire de surfaces dont Chargeurs est n°1 mondial (25-30% pdm), lié à la construction (60% CA), à l'industrie (30% CA), a réussi à surperformer grâce à une politique d'innovation et une qualité de services qui lui ont permis de devenir leader mondial ; 2/ Suite à l'acquisition de PCC Interlining en juin 2018, n°5 mondial de l'entoilage pour vêtements, le groupe est devenu n°1 devant Freudenberg, Kufner et Wendler ; 3/ Le pôle Musée offre une certaine visibilité avec notamment D&P qui dispose d'un carnet de commandes > 1 an ; 4/ L'exposition au prix de la laine est essentiellement au niveau de la top line, le groupe étant positionné depuis 2012 sur le négoce exclusivement. Pour CHS, Chargeurs se considère comme faisant partie des leaders européens des masques réutilisables en tissu.

Stratégie / Perspectives

La fin d'année ainsi que le début de l'exercice 2022 confirment le maintien d'un niveau d'activité record de CPF et surtout le net rebond des activités textiles (CFT et CLM) et de CMS. Post T1 22 le discours du management demeure positif avec : 1/ un niveau de carnet de commandes toujours élevé pour CPF, au plus haut dans le Textile, et en croissance pour CMS et 2/ l'absence d'observation de ralentissement. La demande reste bien orientée pour CPF, la poursuite du rattrapage du textile se confirme tandis que les activités muséales continuent de remporter de nombreux projets. La visibilité est naturellement plus limitée pour CHS qui devrait néanmoins bénéficier d'une phase de reconstitution des stocks de précaution de ses clients d'ici la fin d'année. Le plan stratégique LEAP Forward vise à horizon 2025 : 1/ un CA de 1Md€ et de 1,5Md€ avec le M&A et 2/ un ROPA de 150M€ dont 100M€ en organique et 50M€ à l'aide du M&A (buildup autour de CHS et CMS).

Valorisation

Chargeurs s'inscrit comme un grand gagnant de la reprise économique post-covid. Tous les voyants sont au vert (momentum, carnet de commandes/visibilité, pricing power) sur les métiers historiques. Valorisation par DCF (31€), SOTP (26€) + prime ESG de 5%.

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 10/06/2022 - 15:41 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

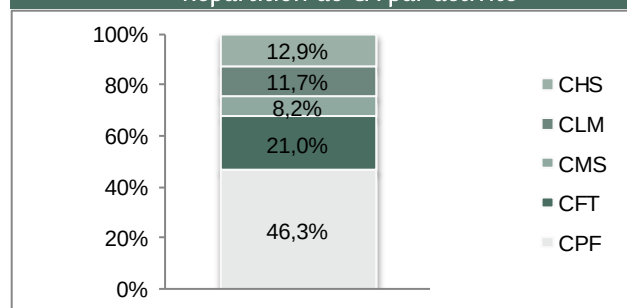
CHARGEURS

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	533,0	573,3	626,2	822,0	736,6	814,9	849,6	894,5
var. n/n-1	5,3%	7,6%	9,2%	31,3%	-10,4%	10,6%	4,2%	5,3%
var. organique	3,2%	2,6%	-1,2%	27,5%	-10,4%	9,3%	4,2%	5,3%
EBE	54,6	59,8	60,0	102,4	73,8	80,9	96,0	109,5
ROC	44,4	49,0	41,4	79,3	50,7	54,8	68,1	79,5
var. n/n-1	14,1%	10,4%	-15,5%	91,5%	-36,1%	8,1%	24,3%	16,7%
ROP	38,5	42,2	31,9	55,8	41,2	49,3	62,6	74,0
RCAI	30,0	31,6	20,4	46,3	30,6	38,8	53,3	66,6
IS	-4,0	-5,1	-4,9	-4,3	-0,5	-7,0	-9,6	-10,1
RN Pdg publié	25,2	26,6	15,1	41,0	30,6	31,8	43,7	56,5
RN Pdg corrigé	25,2	26,6	15,1	41,0	30,6	31,8	43,7	56,5
var. n/n-1	0,8%	5,6%	-43,2%	+/-	-25,4%	4,1%	37,2%	29,2%
Tmva CA 2019 / 2023e	7,9%							
Marge brute (%)	26,6%	26,9%	26,7%	26,6%	25,3%	26,2%	27,0%	27,1%
Marge opérationnelle (%)	7,2%	7,4%	5,1%	6,8%	5,6%	6,0%	7,4%	8,3%
Marge nette (%)	4,7%	4,6%	2,4%	5,0%	4,2%	3,9%	5,1%	6,3%
Taux IS (%)	13,3%	16,1%	24,0%	9,3%	1,6%	18,0%	18,0%	15,2%
Frais de personnel / CA (%)	-16,3%	-16,1%	-15,8%	-13,8%	-16,7%	-	-	-
CA/effectif (K€)	348	320	303	361	330	-	-	-
var. n/n-1	3,5%	-8,1%	-5,4%	19,2%	-8,7%	-	-	-
Effectif moyen	1 531	1 792	2 069	2 278	2 235	-	-	-
var. n/n-1	1,7%	17,0%	15,5%	10,1%	-1,9%	-	-	-

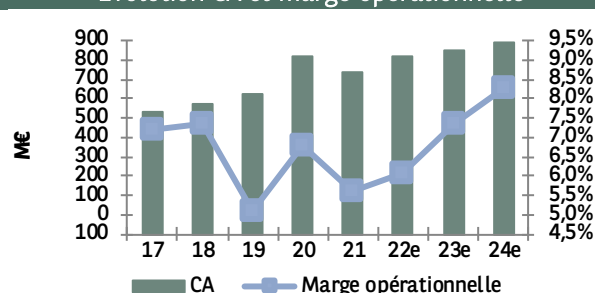
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	229,9	237,2	232,4	237,4	267,4	286,4	309,9	338,7
Dettes financières nettes	-8,9	92,2	96,0	88,6	85,4	78,1	61,4	34,9
Autres	-27,5	-32,3	24,1	58,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Capitaux investis	193,5	297,1	352,5	383,8	352,5	364,2	371,1	373,3
Immobilisations nettes	151,5	238,8	286,2	349,9	354,8	352,8	352,3	351,5
dont écarts d'acquisition	86,2	126,8	135,9	176,8	188,8	188,8	188,8	188,8
dont financières	2,6	6,4	6,7	8,3	30,9	30,9	30,9	30,9
BFR	44,6	64,7	73,0	42,2	28,6	42,3	49,7	52,6
Actif économique	193,5	297,1	352,5	383,8	352,5	364,2	371,1	373,3
Gearing (%)	-3,9%	38,9%	41,3%	37,4%	32,0%	27,3%	19,9%	10,3%
BFR/CA (%)	8,4%	11,3%	11,7%	5,1%	3,9%	5,2%	5,9%	5,9%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	1,5	1,6	0,9	1,2	1,0	0,6	0,3
ROE (%)	11,0%	11,2%	6,5%	17,3%	11,4%	11,1%	14,1%	16,7%
ROACE (%) après IS normé	15,2%	13,3%	8,5%	14,4%	9,2%	10,2%	12,3%	14,2%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	36,6	36,9	38,7	70,4	43,0	58,0	71,6	86,4
Variation BFR	-6,7	-22,5	-13,3	2,6	21,9	-13,7	-7,4	-2,9
Investissements industriels	-13,6	-24,3	-35,0	-25,8	-23,9	-24,2	-27,3	-29,2
% du CA	2,6%	4,2%	5,6%	3,1%	3,2%	3,0%	3,2%	3,3%
Cash Flow Libre	16,3	-9,9	-9,6	47,2	41,0	20,2	36,8	54,3
Cessions d'actifs	0,7	0,6	0,9	4,9	0,5	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-5,5	-65,0	-9,6	-53,0	-20,4	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-13,8	-10,8	-8,6	-5,9	-17,7	-12,8	-20,2	-27,7
Augmentation de capital	7,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,8	-16,0	23,1	14,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-5,7	101,1	3,8	-7,4	-3,2	-7,3	-16,6	-26,6
Dettes financières nettes	-8,9	92,2	96,0	88,6	85,4	78,1	61,4	34,9

Répartition du CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



CHARGEURS

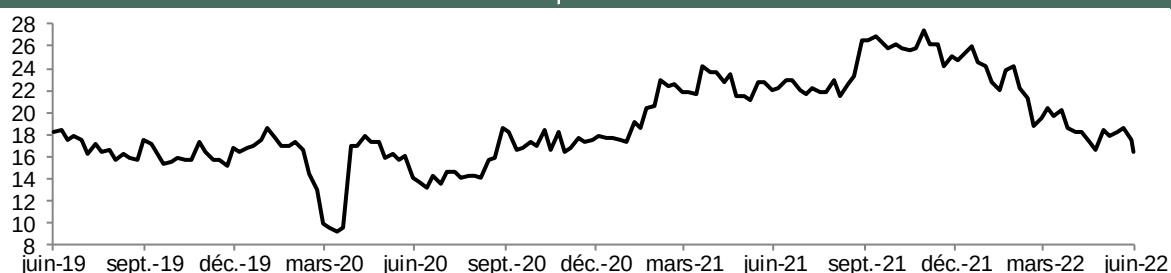
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1,08	1,15	0,66	1,76	1,26	1,30	1,78	2,30
var. n/n-1	-0,9%	6,9%	-42,7%	+ / ++	-28,3%	2,7%	37,2%	29,2%
CFPA	1,6	1,6	1,7	3,0	1,8	2,4	2,9	3,5
ANPA	9,8	10,3	10,2	10,2	11,0	11,7	12,6	13,8
Dividende net (versé en n+1)	0,60	0,67	0,40	1,32	1,24	0,82	1,13	1,46
Payout (%)	55,6%	58,1%	60,5%	75,0%	98,3%	63,4%	63,4%	63,4%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	28,1%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	14,5%							

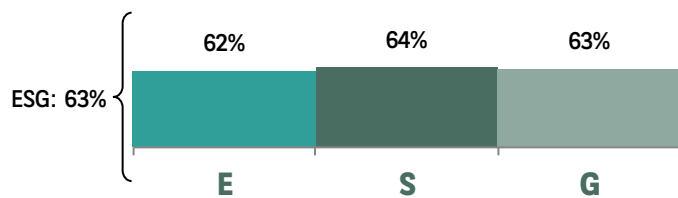
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	21,1	20,0	26,5	9,0	18,2	12,7	9,3	7,2
PCF (x)	14,5	14,5	10,3	5,2	13,0	7,0	5,7	4,7
PAN (x)	2,3	2,2	1,7	1,6	2,1	1,4	1,3	1,2
VE/CA (x)	1,0	1,1	0,8	0,6	0,9	0,6	0,6	0,5
VE/EBE (x)	9,6	10,7	8,6	4,6	8,8	6,0	4,9	4,1
VE/ROP (x)	13,6	15,1	16,1	8,4	15,8	9,9	7,5	6,0
Free Cash Flow Yield (%)	3,1%	-1,9%	-2,4%	12,8%	7,3%	5,0%	9,1%	13,4%
Rendement (%)	2,4%	2,6%	3,8%	2,5%	5,7%	7,5%	5,0%	6,9%
Capitalisation (M€)	531,1	544,7	417,1	383,1	565,6	409,9	409,9	409,9
Valeur d'Entreprise (VE)	522,2	636,9	513,1	470,9	650,4	487,4	470,7	444,2
Cours de référence (€)	22,8	23,1	17,5	15,8	23,0	16,5	16,5	16,5
Nb de titres (Mio)	23,331	23,552	23,849	24,211	24,584	24,903	24,903	24,903
Nb de titres corrigé (Mio)	23,349	23,057	22,853	23,287	24,256	24,576	24,576	24,576
% de la dilution	0,1%	0,3%	0,7%	0,8%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Date d'introduction	02/01/1985							
Cours d'introduction ajusté	2,7 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	143,4	144,8	161,2	157,8	180,8	203,5
CA T2	138,4	142,3	164,8	360,7	191,6	
CA S1	281,8	287,1	326,1	518,5	372,4	
ROP S1	20,5	24,7	17,3	45,3	31,6	
RN pdg corrigé S1	13,4	15,3	8,3	28,9	24,7	
Marge opérationnelle S1	7,3%	8,6%	5,3%	8,7%	8,5%	
Marge nette S1	4,8%	5,3%	2,5%	5,6%	6,6%	
CA T3	121,0	134,2	146,4	169,7	172,9	
CA T4	130,2	152,0	153,8	133,8	191,3	
CA S2	251,2	286,2	300,2	303,5	364,2	
ROP S2	18,0	17,5	14,6	10,5	9,6	
RN pdg corrigé S2	11,8	11,3	6,8	12,1	5,9	
Marge opérationnelle S2	7,2%	6,1%	4,9%	3,5%	2,6%	
Marge nette S2	4,7%	3,9%	2,3%	4,0%	1,6%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	14,4%	1,0%	11,3%	-2,1%	14,6%	12,6%
CA T2	8,0%	2,8%	15,8%	+ / ++	-46,9%	
CA T3	-4,1%	10,9%	9,1%	15,9%	1,9%	
CA T4	2,8%	16,7%	1,2%	-13,0%	43,0%	
CA S1	11,2%	1,9%	13,6%	59,0%	-28,2%	
CA S2	-0,7%	13,9%	4,9%	1,1%	20,0%	
ROP S1	16,5%	20,5%	-30,0%	+ / ++	-30,2%	
ROP S2	10,4%	-2,8%	-16,6%	-27,9%	-8,8%	

Historique de cours





CHARGEURS

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	70,1	
Politique de compensation des émissions CO2	oui	oui	non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	32%	31%	32%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	3,3%	4,0%	en France
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	16%	12%	18%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	10,2	3,8	6,4	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	7	7	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	94%	94%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	30%	30%	29%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	17,89	12,75	12,98	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	89%	82%	90%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

CLARANOVA

Technologie



Cours : 2,88€

14 Juin 2022

Objectif : 7,50€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Eligibilité PEA-PME

Euronext
FR0013426004 / CLA
CLA.PA / CLA FP
CAC Small
Oui

Capitalisation (M€)
Flottant (%)
Nbre de Titres (Mio)
Date de clôture

132,5
68,9%
45,990
30-Jun

Actionnariat

Managers & administrateurs
Fonds institutionnels
Fondateurs Upclick, SodaPDF, Adav
Public

7,0%
8,2%
15,9%
68,9%

	21	22e	23e
PER	25,2	42,4	12,5
PCF	9,1	10,1	6,4
VE/CA	0,5	0,2	0,2
VE/ROP	9,4	3,6	2,6
PAN	4,0	1,6	1,5
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	7,9%	7,5%	14,7%
ROACE	40,2%	39,2%	51,1%

CA	471,9	475,6	510,9
CA précédent	471,9	475,6	510,9
var. n/n-1	15,4%	0,8%	7,4%
EBE	42,8	42,6	47,7
ROC	34,2	34,0	39,1
% CA	7,2%	7,1%	7,7%
ROP	24,8	32,0	37,1
% CA	5,3%	6,7%	7,3%
RN Pdg publié	10,5	2,7	9,1
% CA	2,2%	0,6%	1,8%

BNPA	0,26	0,07	0,23
BNPA précédent	0,26	0,07	0,23
var. n/n-1	2000,0%	-74,3%	239,6%
BNPA Cor	0,26	0,07	0,23
ANPA	1,7	1,8	2,0
Dividende net	0,00	0,00	0,00

DFN	-25,3	4,2	-12,5

Nicolas Royot, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
nicolas.royot@bnpparibas.com

PlanetArt doit rassurer

Activité

Fondé en 1984, Claranova s'est repositionné sur trois domaines d'activité - l'impression digitale à travers son pôle Mobile (PlanetArt, c.3/4 du CA), la gestion de l'Internet des objets via sa division IoT (myDevices, 1% du CA) et enfin, la monétisation de trafic sur internet via son pôle Internet (c.22% du CA). Le groupe réalise >90% de ses ventes à l'international dont c.50% aux USA.

Marché / Concurrence

PlanetArt est le leader mondial de l'impression sur mobile (photos, livres photos) qui complète l'offre plus traditionnelle d'impression de produits photo personnalisés depuis le web. Les concurrents sur ce créneau (web-to-print et mobile-to-print) sont Cewe, Vistaprint, Photobox, Shutterfly, Printic, Chatbooks, Lalalab et Cheerz notamment. Plus de 2 milliards de photos sont prises tous les jours sur les smartphones. La division Mobile comprend des logiciels, notamment dans le secteur utilitaires, création de sites internet, architecture, photo & vidéo, loisirs, éducation mais également de gestion de transactions e-commerce, PDF, antivirus... L'internet des objets est un marché plus récent, à fort potentiel, et adressé par des acteurs majeurs (Google, Apple, Amazon, Atos, IBM, PTC...) ou entrants (Sigfox...). myDevices se positionne sur la partie Software de l'IoT (plateformes, solutions).

Stratégie / Perspectives

Claranova vise un CA >700M€ en 2023/2024 (objectif récemment décalé d'un an) et une MOC de 10% dès l'exercice 2022/2023. Cette guidance de CA est répartie entre 200M€ pour Avanquest et 500M€ pour PlanetArt. La stratégie repose sur 1/ la poursuite d'une forte croissance chez PlanetArt (nouveaux pays, nouveaux produits) tirée par les synergies entre les métiers de la photo et des objets personnalisés suite aux acquisitions de Personal Creations et Cafepress; 2/ chez Avanquest par la hausse des ventes, par abonnement, des logiciels propriétaires sur des débouchés dynamiques (20% de croissance), avec un effet positif sur les marges. Les trois verticales stratégiques sont le PDF, la Sécurité et la Photo, qui représentent >75% du CA selon nous; 3/ par la montée en charge commerciale dans l'IoT, grâce aux partenariats; 4/ éventuellement par des acquisitions. Les derniers trimestres ont été marqués par les difficultés rencontrées par PlanetArt, pénalisé par les nouvelles versions iOS d'Apple qui limitent l'efficacité du ciblage publicitaire. Le management cherche des solutions pour renouer avec la croissance, en diversifiant les canaux d'acquisitions et en travaillant avec Facebook pour renforcer l'efficacité de cette plateforme d'acquisition clients. A l'inverse, Avanquest connaît une croissance organique solide, qui s'accompagne d'une progression de la rentabilité. Les efforts engagés ces dernières années (mutation vers le modèle abonnement et les logiciels propriétaires) portent leurs fruits et la récurrence du CA atteint désormais 60%.

Valorisation

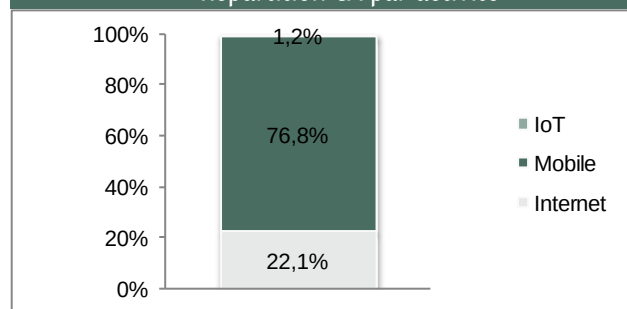
Nous valorisons myDevices 18M€, PlanetArt 261M€ et le pôle Internet 169M€. Retraité des éléments de bilan, la valorisation obtenue est de 344M€, soit 7,5€ par action.

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 13/06/2022 - 09:52 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

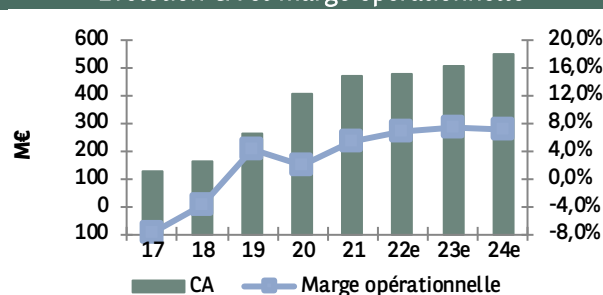
CLARANOVA

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	130,2	161,5	262,3	409,1	471,9	475,6	510,9	548,8
var. n/n-1	10,9%	24,0%	62,4%	56,0%	15,4%	0,8%	7,4%	7,4%
var. organique	31,0%	24,0%	62,4%	20,0%	15,4%	0,8%	7,4%	7,4%
EBE	-9,7	-3,2	16,3	23,9	42,8	42,6	47,7	49,2
ROC	-10,6	-3,7	14,3	16,7	34,2	34,0	39,1	40,6
var. n/n-1	- -/-	- -/-	-/+	16,7%	+ /++	-0,5%	15,0%	3,8%
ROP	-10,1	-6,1	11,4	7,8	24,8	32,0	37,1	38,6
CIR	0,3	-	-	-	-	-	-	-
R&D immobilisée	0,0	-	-	-	-	-	-	-
Frais R&D/CA	-	-	-	-	-	-	-	-
RCAI	-11,0	-6,4	-37,8	3,3	18,0	10,0	17,1	20,6
IS	-0,4	-1,8	-3,7	-2,1	-3,8	-6,0	-7,0	-7,2
RN Pdg publié	-11,0	-7,9	-40,8	0,5	10,5	2,7	9,1	12,6
RN Pdg corrigé	-11,0	-7,9	-40,8	0,5	10,5	2,7	9,1	12,6
var. n/n-1	- -/-	- -/-	+ /++	-/+	+ /++	-74,3%	+ /++	37,9%
Tmva CA 2019 / 2023e	18,1%							
Marge brute (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Marge opérationnelle (%)	-7,8%	-3,8%	4,3%	1,9%	5,3%	6,7%	7,3%	7,0%
Marge nette (%)	-8,5%	-4,9%	-15,6%	0,1%	2,2%	0,6%	1,8%	2,3%
Taux IS (%)	-3,6%	-28,1%	-9,7%	63,6%	21,1%	60,0%	40,7%	35,1%
Frais de personnel / CA (%)	24,5%	21,3%	14,8%	13,4%	13,3%	-	-	-
CA/effectif (K€)	460	549	580	609	594	-	-	-
var. n/n-1	15,6%	19,4%	5,6%	4,9%	-2,4%	-	-	-
Effectif moyen	283	294	452	672	794	-	-	-
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	1,2	12,6	52,6	50,6	66,9	69,6	78,7	91,4
Dettes financières nettes	-16,0	-37,5	-23,6	-13,9	-25,3	4,2	-12,5	-32,7
Autres	-0,3	2,9	15,3	15,5	18,5	-19,5	-19,5	-19,5
Capitaux investis	-15,1	-22,0	44,3	52,2	60,1	54,3	46,7	39,1
Immobilisations nettes	2,0	1,3	75,1	84,0	92,0	86,4	81,0	75,7
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	63,0	61,7	64,4	64,4	64,4	64,4
dont financières	0,4	0,4	0,6	0,7	3,3	3,3	3,3	3,3
BFR	-16,6	-22,9	-30,2	-31,1	-28,6	-28,8	-31,0	-33,3
Actif économique	-15,1	-22,0	44,3	52,2	60,1	54,3	46,7	39,1
Gearing (%)	-1381,2%	-297,6%	-44,9%	-27,5%	-37,8%	6,0%	-15,9%	-35,8%
BFR/CA (%)	-12,8%	-14,2%	-11,5%	-7,6%	-6,1%	-6,1%	-6,1%	-6,1%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	0,1	ns	ns
ROE (%)	ns	ns	ns	1,0%	15,7%	3,9%	11,6%	13,8%
ROACE (%) après IS normé	61,4%	13,2%	84,7%	22,8%	40,2%	39,2%	51,1%	62,5%
Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-7,1	-1,6	14,7	14,2	29,0	11,3	17,7	21,2
Variation BFR	6,8	7,9	-4,1	22,5	-4,4	0,2	2,1	2,3
Investissements industriels	-0,2	-0,1	-2,5	-1,2	-3,8	-3,0	-3,2	-3,3
% du CA	0,1%	0,1%	1,0%	0,3%	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%
Cash Flow Libre	-0,5	6,2	8,1	35,5	20,8	8,5	16,7	20,2
Cessions d'actifs	3,8	14,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,2	0,0	-13,3	-31,9	-6,4	-38,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	1,9	2,0	-1,4	0,0	2,4	0,0	0,0	0,0
Autres	1,1	-0,9	-7,3	-13,3	-5,4	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-6,2	-21,5	13,9	9,7	-11,4	29,5	-16,7	-20,2
Dettes financières nettes	-16,0	-37,5	-23,6	-13,9	-25,3	4,2	-12,5	-32,7

Répartition CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



CLARANOVA

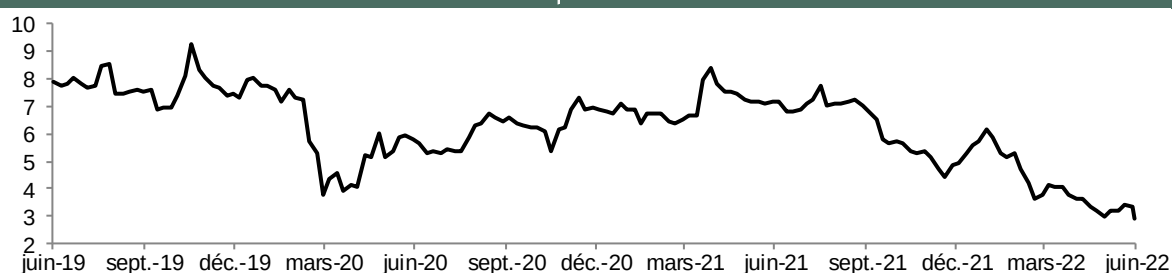
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-0,03	-0,02	-1,02	0,01	0,26	0,07	0,23	0,32
var. n/n-1	- -/-	- -/-	+ /++	- /+	+ /++	-74,3%	+ /++	37,9%
CFPA	0,0	0,0	0,4	0,4	0,7	0,3	0,4	0,5
ANPA	0,0	0,0	1,3	1,3	1,7	1,8	2,0	2,3
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	5,0%							

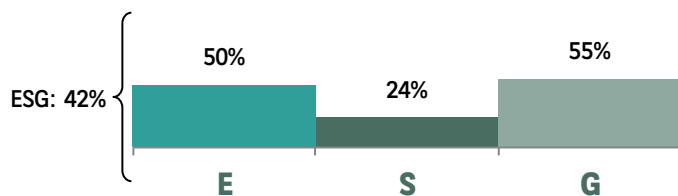
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	ns	ns	25,2	42,4	12,5	9,1
PCF (x)	ns	ns	21,4	19,1	9,1	10,1	6,4	5,4
PAN (x)	ns	ns	6,0	5,3	4,0	1,6	1,5	1,3
VE/CA (x)	6,9	15,8	1,1	0,6	0,5	0,2	0,2	0,1
VE/EBE (x)	ns	ns	17,5	10,6	5,4	2,7	2,0	1,6
VE/ROP (x)	ns	ns	25,0	ns	9,4	3,6	2,6	2,0
Free Cash Flow Yield (%)	0,0%	0,2%	2,6%	13,1%	7,9%	7,5%	14,7%	17,7%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	911,9	2 597,3	309,2	267,4	261,6	112,9	112,9	112,9
Valeur d'Entreprise (VE)	895,6	2 559,4	285,0	252,8	233,0	113,8	97,1	76,8
Cours de référence (€)	2,4	6,9	7,9	6,8	6,7	2,9	2,9	2,9
Nb de titres (Mio)	375,319	375,319	39,201	39,201	39,201	39,201	39,201	39,201
Nb de titres corrigé (Mio)	394,479	416,532	39,886	39,664	39,664	39,664	39,664	39,664
% de la dilution	5,1%	11,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Date d'introduction	09/12/1996							
Cours d'introduction ajusté	4,8 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	25,8	30,0	48,2	69,8	90,0	88,0
CA T2	46,1	59,9	91,4	164,5	188,0	193,0
CA S1	71,9	89,9	139,6	234,3	278,0	281,0
ROP S1	-2,2	0,2	6,6	6,8	17,5	20,2
RN pdg corrigé S1	-1,9	-0,3	1,6	1,5	8,5	3,0
Marge opérationnelle S1	-3,0%	0,2%	4,7%	2,9%	6,3%	7,2%
Marge nette S1	-2,7%	-0,3%	1,1%	0,6%	3,1%	1,1%
CA T3	28,9	33,3	56,2	73,0	96,0	91,0
CA T4	29,4	38,3	66,5	101,8	182,0	182,0
CA S2	58,3	71,6	122,7	174,8	193,9	193,9
ROP S2	-1,9	-6,3	4,8	1,0	7,3	
RN pdg corrigé S2	-2,4	-7,6	-42,4	-1,0	2,0	
Marge opérationnelle S2	-3,3%	-8,8%	3,9%	0,6%	3,8%	
Marge nette S2	-4,1%	-10,6%	-34,6%	-0,6%	1,0%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	24,0%	16,3%	60,7%	44,8%	28,9%	-2,2%
CA T2	32,5%	29,9%	52,6%	80,0%	14,3%	2,7%
CA T3	27,3%	15,2%	68,8%	29,9%	31,5%	-5,2%
CA T4	36,7%	30,3%	73,6%	53,1%	78,8%	
CA S1	29,3%	25,0%	55,3%	67,8%	18,7%	1,1%
CA S2	31,9%	22,8%	71,4%	42,5%	10,9%	
ROP S1	- -/-	- /+	+ /++	3,0%	+ /++	15,4%
ROP S2	+ /-	+ /++	- /+	-79,2%	+ /++	

Historique de cours





CLARANOVA

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	1,1	0,4	0,0	Voyages uniquement
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	Chapitre détaillé dans le DEU
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	40%	42%	44%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	885h de formation soit 3h en moyenne par salarié
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	Stock options et BSA pour le top management / les dirigeants de filiales peuvent accéder au capital de la filiale
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,0	1,7	0,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	18/19	18/19	15/22	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composant le conseil d'administration	4	7	7	
<i>dont indépendants</i>	3	5	6	
<i>dont femmes</i>	2	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	100%	96%	97%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	Droits de vote doubles pour une inscription nominative depuis 2 ans
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	9,0%	12%	8,0%	Directeurs, managers et administrateurs
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	11	11	9	Sur la base du salaire du PDG et hors honoraires et rémunérations exceptionnelles
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	100%	89%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

CLASQUIN

Services aux entreprises



Cours : 60,00€ 14 Juin 2022

Objectif : 75,00€

RENFORCER (2)

Opinion inchangée

Marché	Euronext Growth
ISIN / Mnémonique	FR0004152882 / ALCLA
Reuters / Bloomberg	ALCLA.PA / ALCLA:FP
Indice	Euronext GROWTH
Eligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	138,4
Flottant (%)	45,0%
Nbre de Titres (Mio)	2,306
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Yves Revol + Olymp	41,9%
Salariés	12,6%
Autres	0,5%
Public	45,0%

	21	22e	23e
PER	8,2	12,0	15,8
PCF	4,0	9,7	12,0
VE/MB	1,4	1,5	1,6
VE/ROP	5,8	9,0	10,8
PAN	3,1	3,3	2,9
Rendement	2,5%	6,2%	2,2%
Free Cash Flow Yield	9,3%	16,2%	11,7%
ROACE	30,2%	18,1%	15,8%

MB	121,9	103,0	90,4
MB précédent	121,9	103,0	90,4
var. n/n-1	60,0%	-15,5%	-12,3%
EBE	37,8	23,5	19,5
ROC	27,0	17,6	13,5
% MB	22,2%	17,1%	15,0%
ROP	26,8	17,6	13,5
% MB	22,0%	17,1%	15,0%
RN Pdg publié	16,9	11,4	8,6
% MB	13,9%	11,0%	9,5%

BNPA	7,37	4,95	3,76
BNPA précédent	7,37	4,95	3,76
var. n/n-1	263,1%	-32,8%	-24,1%
BNPA Cor	6,46	4,98	3,79
ANPA	17,0	18,3	20,8
Dividende net	3,70	1,30	1,30

DFN	27,4	14,0	1,8

Yann de Peyrelongue, Analyste Financier
Nicolas Royot
+33 (0)1 40 17 50 39
yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com

Davantage de vents contraires

Activité

Clasquin est un pure player du Freight Forwarding : les services offerts par la société couvrent toute la chaîne de valeur logistique, de la réception en entrepôts à la préparation de commandes en passant par la documentation, le dégroupage ou le dédouanement et bien évidemment la sélection des prestataires de transport. De fait, l'indicateur le plus pertinent est la marge commerciale brute (MCB) plutôt que le chiffre d'affaires. En effet, ce dernier est impacté par des éléments extérieurs (taux de fret...) n'ayant pas de répercussions sur le service rendu par l'entreprise.

Marché / Concurrence

Le marché du Freight Forwarding est très fragmenté. De grands acteurs se distinguent néanmoins : Kuehne Nagel, DSV Panalpina... L'évolution du marché est reliée au commerce international et donc au PIB mondial. Le groupe est particulièrement actif sur le maritime (54% de la MCB), l'aérien (29% de la MCB) et le Roll On/Roll Off (8% de la MCB). D'un point de vue géographique, Clasquin est historiquement positionné sur l'axe Europe-Asie et se développe sur les axes Europe-Afrique et Asie-Amérique.

Stratégie / Perspectives

La stratégie de croissance de Clasquin s'appuie sur cinq piliers : 1/ la poursuite de la stratégie de croissance historique (Europe-Asie-Amérique du Nord / extension de l'offre), 2/ l'extension géographique du réseau (Moyen Orient / Maghreb / Afrique Subsaharienne), 3/ une approche par les marchés verticaux (Fine Arts, Wine & Spirits, Fairs & Events, Perishable), 4/ l'accélération de l'offre Overseas Logistics sur l'ensemble du réseau et 5/ les acquisitions ciblées. Le positionnement d'ETI de Clasquin lui permet de mieux personnaliser ses prestations tout en restant assez global, et ainsi de surperformer ses marchés en volume (maritime et aérien).

Après une année 2021 exceptionnelle où les planètes étaient alignées (prix + volumes), l'année 2022 s'annonce plus difficile sur les volumes (notamment les confinements en Chine - 20% des volumes de Clasquin) tandis que les prix devraient rester sur des niveaux élevés sur le reste de l'année.

Valorisation

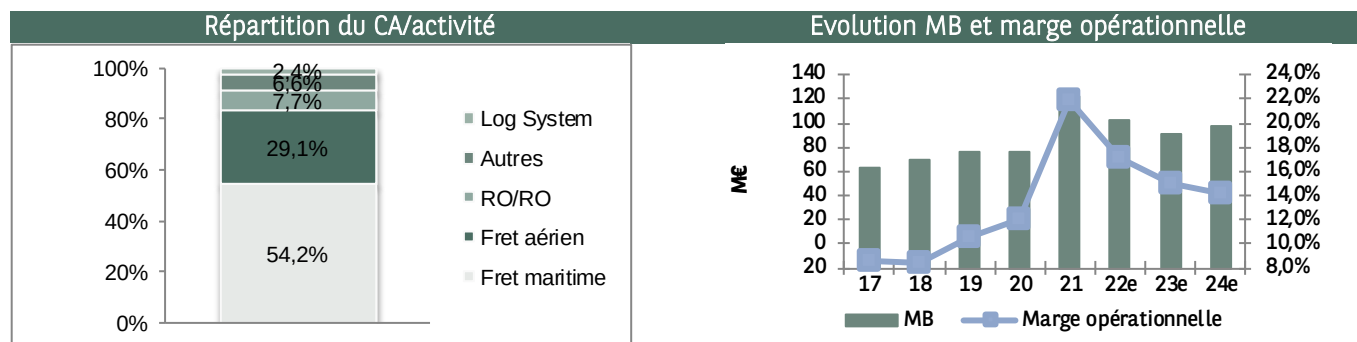
Nous valorisons Clasquin par DCF (75€ - WACC 10%). Le momentum va devenir plus difficile même si nous jugeons que le groupe a 1/ un bilan très solide permettant de continuer à étoffer son maillage territorial, 2/ des marges toujours historiquement hautes en 2022.

CLASQUIN

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Marge brute	62,9	68,9	76,8	76,2	121,9	103,0	90,4	96,8
var. n/n-1	9,4%	9,5%	11,4%	-0,7%	60,0%	-15,5%	-12,3%	7,2%
var. organique	25,4%	8,5%	7,4%	18,3%	90,5%	-14,6%	-20,8%	-11,6%
EBE	7,8	9,3	14,0	16,0	37,8	23,5	19,5	20,0
ROC	5,9	6,5	8,4	9,1	27,0	17,6	13,5	13,8
var. n/n-1	13,3%	10,7%	29,2%	8,2%	+ / ++	-35,1%	-22,9%	1,8%
ROP	5,4	5,8	8,0	9,2	26,8	17,6	13,5	13,8
RCAI	4,8	5,5	7,4	7,7	24,6	16,9	12,8	13,1
IS	-1,7	-1,8	-2,8	-2,3	-5,7	-4,2	-3,2	-3,3
RN Pdg publié	2,5	2,8	3,7	4,7	16,9	11,4	8,6	8,8
RN Pdg corrigé	2,9	3,4	4,4	4,5	14,8	11,4	8,7	8,8
var. n/n-1	15,4%	15,3%	29,6%	2,8%	+ / ++	-23,0%	-24,0%	1,8%
Tmva MB 2019 / 2023e	4,2%							
Marge brute (%)	21,6%	22,3%	23,2%	19,4%	16,2%	16,0%	17,8%	21,5%
Marge opérationnelle (ROP/MB %)	8,6%	8,4%	10,5%	12,1%	22,0%	17,1%	15,0%	14,2%
Marge nette (%)	4,7%	4,9%	5,7%	5,9%	12,2%	11,1%	9,6%	9,1%
Taux IS (%)	34,3%	32,9%	37,7%	30,0%	23,2%	25,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / MB (%)	64,3%	62,0%	62,8%	60,6%	54,0%	60,4%	62,2%	63,2%
MB/effectif (K€)	83	87	78	82	116	-	-	-
var. n/n-1	2,8%	5,6%	-10,2%	5,2%	40,9%	-	-	-
Effectif moyen	762	790	980	925	1 050	-	-	-
var. n/n-1	6,4%	3,7%	24,1%	-5,6%	13,5%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	19,7	21,4	22,0	26,9	39,1	41,9	47,6	53,5
Dettes financières nettes	16,7	19,6	19,5	23,7	27,4	14,0	1,8	-7,6
Autres	1,0	0,9	1,2	1,9	5,1	5,1	5,1	5,1
Capitaux investis	40,5	44,9	47,6	56,5	77,9	67,4	60,9	57,3
Immobilisations nettes	28,9	31,7	39,9	37,4	41,1	40,6	39,6	38,6
dont écarts d'acquisition	19,6	22,0	30,6	29,6	32,2	33,3	34,2	35,1
dont financières	4,3	3,9	3,8	3,1	2,7	2,7	2,7	2,7
BFR	11,6	13,2	7,7	19,1	36,8	26,8	21,2	18,8
Actif économique	40,5	44,9	47,6	56,5	77,9	67,4	60,9	57,3
Gearing (%)	73,0%	79,9%	72,7%	76,5%	60,4%	29,1%	3,3%	-12,7%
BFR/MB (%)	4,0%	4,3%	2,3%	4,9%	4,9%	4,2%	4,2%	4,2%
Dettes financières nettes/EBE (x)	2,1	2,1	1,4	1,5	0,7	0,6	0,1	ns
ROE (%)	12,6%	13,1%	16,7%	17,5%	43,3%	27,1%	18,1%	16,4%
ROACE (%) après IS normé	10,2%	10,2%	12,2%	11,7%	30,2%	18,1%	15,8%	23,3%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	5,1	6,0	8,0	10,4	30,2	14,2	11,5	11,8
Variation BFR	-2,7	-1,6	5,5	-11,6	-17,8	10,0	5,6	2,5
Investissements industriels	-1,3	-1,7	-0,7	-0,5	-1,1	-2,0	-0,9	-1,0
% du MB	2,0%	2,5%	0,9%	0,7%	0,9%	1,9%	1,0%	1,0%
Cash Flow Libre	1,1	2,7	12,8	-1,7	11,3	22,2	16,2	13,3
Cessions d'actifs	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,7	0,0	0,0
Investissements financiers	-2,7	-2,1	-1,9	-1,0	-0,8	-1,0	-0,9	-1,0
Dividendes	-2,0	-1,9	-1,7	-0,6	-3,2	-8,5	-3,0	-3,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0
Autres	-1,6	-1,8	-9,3	-0,9	-10,3	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	4,9	2,8	0,0	4,2	3,7	-13,4	-12,3	-9,4
Dettes financières nettes	16,7	19,6	19,5	23,7	27,4	14,0	1,8	-7,6



CLASQUIN

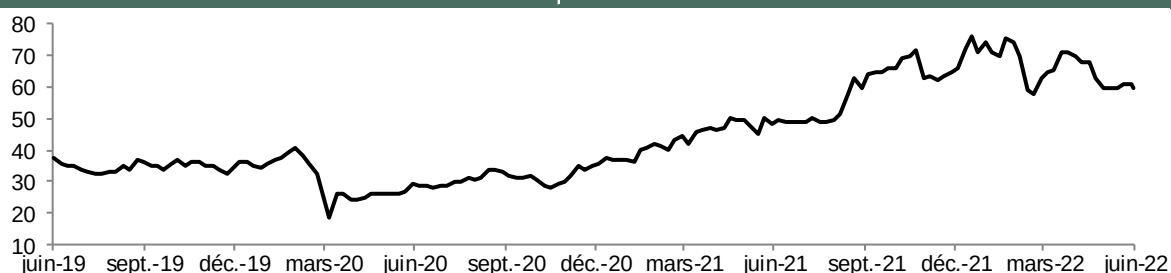
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1,08	1,22	1,59	2,03	7,37	4,95	3,76	3,83
var. n/n-1	15,4%	15,4%	29,3%	2,4%	+ / ++	-23,0%	-24,0%	1,8%
CFPA	2,2	2,6	3,5	4,5	13,2	6,2	5,0	5,2
ANPA	8,6	9,3	9,5	11,6	17,0	18,3	20,8	23,3
Dividende net (versé en n+1)	0,80	0,65	0,00	1,30	3,70	1,30	1,30	1,30
Payout (%)	62,8%	44,2%	0,0%	66,9%	57,2%	26,1%	34,4%	33,8%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	18,8%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	9,7%							

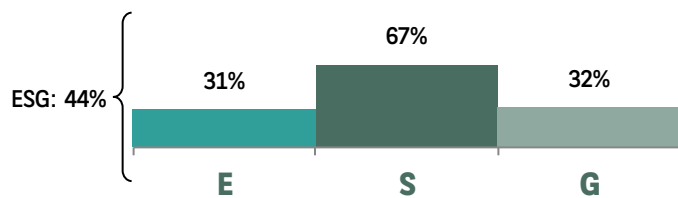
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	26,0	24,9	18,2	15,8	8,2	12,0	15,8	15,6
PCF (x)	14,9	13,9	10,0	6,8	4,0	9,7	12,0	11,6
PAN (x)	3,9	3,9	3,6	2,6	3,1	3,3	2,9	2,6
VE/MB (x)	1,5	1,6	1,4	1,3	1,3	1,5	1,6	1,4
VE/EBE (x)	12,4	11,4	7,5	6,1	4,1	6,7	7,5	6,9
VE/ROP (x)	17,7	18,5	12,9	10,7	5,8	9,0	10,8	9,9
Free Cash Flow Yield (%)	1,5%	3,2%	16,1%	-2,4%	9,3%	16,2%	11,7%	9,7%
Rendement (%)	2,4%	2,2%	1,9%	0,0%	2,5%	6,2%	2,2%	2,2%
Capitalisation (M€)	76,4	84,3	79,8	70,8	122,1	138,4	138,4	138,4
Valeur d'Entreprise (VE)	96,3	106,9	104,2	98,5	155,9	158,8	146,5	137,2
Cours de référence (€)	33,1	36,5	34,6	30,7	53,0	60,0	60,0	60,0
Nb de titres (Mio)	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306	2,306
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,2%	0,5%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Date d'introduction	31/01/2006							
Cours d'introduction ajusté	15,5 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
MB T1	14,5	16,7	17,3	17,5	23,9	34,9
MB T2	15,8	17,6	18,7	18,7	27,9	
MB S1	30,1	34,2	36,2	36,2	51,8	
ROP S1	2,4	3,1	3,9	2,7	10,2	
RN pdg corrigé S1	1,1	1,3	2,0	1,3	5,6	
Marge opérationnelle S1	8,0%	9,2%	10,7%	7,5%	19,7%	
Marge nette S1	3,6%	3,8%	5,5%	3,6%	10,9%	
MB T3	15,6	16,9	19,5	19,4	31,7	
MB T4	16,9	17,7	21,2	20,6	38,4	
MB S2	32,7	34,7	40,7	40,0	70,1	
ROP S2	3,0	3,4	5,6	6,5	0,0	
RN pdg corrigé S2	1,4	2,2	3,1	4,8	0,0	
Marge opérationnelle S2	9,1%	9,7%	13,6%	16,2%	0,0%	
Marge nette S2	4,2%	6,4%	7,7%	12,0%	0,0%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
MB T1	9,0%	15,2%	3,6%	1,2%	36,6%	46,0%
MB T2	9,7%	11,4%	6,3%	0,0%	49,2%	
MB T3	7,6%	8,3%	15,4%	-0,5%	63,4%	
MB T4	33,1%	4,7%	19,8%	-2,8%	86,4%	
MB S1	8,9%	13,5%	5,7%	0,1%	43,1%	
MB S2	9,8%	5,9%	17,4%	-1,7%	75,3%	
ROP S1	29,4%	29,6%	23,7%	-29,7%	+ / ++	
ROP S2	-6,0%	12,3%	65,3%	16,8%	-100,0%	

Historique de cours





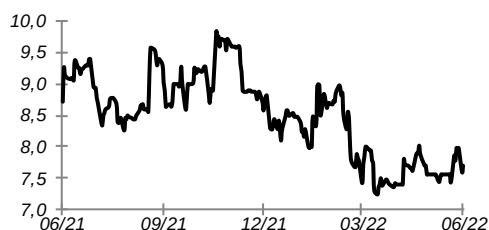
CLASQUIN

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	non	non	non	Offre aux clients de Clasquin d'un bilan carbone sur les transports gérés par Clasquin
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	non	non	non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	non	non	non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	non	non	non	
Certification 14001	non	non	non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	54%	54%	56%	
Index égalité salariale femmes / hommes	91	93	92	Périmètre France (40% des effectifs)
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	non	non	non	
Part des personnes en situation de handicap	3,1%	2,5%	2,9%	Rédaction d'un document "Action handicap Clasquin" ainsi qu'un "Bilan Handicap" et désignation d'un référent "Handicap"
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	58%	35%	55%	Périmètre France (40% des effectifs)
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	15%	15%	21%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	non	non	non	Mise en place d'un indicateur : le funometre. En mars 2019, 91,4% des salariés interrogés répondent qu'ils se sentent bien dans leur travail
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	oui	oui	oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	oui	oui	oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	283 687	279 075	290 607	
Taux d'absentéisme	2,1%	2,6%	3,2%	Périmètre France (40% des effectifs)
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,0	0,0	2,4	
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	non	non	non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	oui	oui	oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	8	8	8	
dont indépendants	3	3	3	
dont femmes	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	non	non	non	Un représentant des salariés est systématiquement convié lors des réunions du CA
Assiduité des membres du CA	98%	100%	98%	
Comité d'audit	non	non	non	
Comité des risques	non	non	non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	non	non	non	
Comité RSE	non	non	non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	oui	oui	oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	46%	46%	42%	Yves Revol, Président
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	non	non	non	
Déclaration de la rémunération du CEO	non	non	non	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	non	non	non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	non	non	non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	non	non	non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	96%	96%	88%	EY, Implid Audit et Mazars



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

COIL
Industrie



Cours : 7,70€

14 Juin 2022

Objectif : 9,90€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique BE0160342011 / ALCOI
Reuters / Bloomberg ALCOI.PA / ALCOI:FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Non

Capitalisation (M€) **21,5**
Flottant (%) 27,9%
Nbre de Titres (Mio) 2,792
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Dirigeants 21,2%
Institutionnels 43,7%
Alucoat Conversion 7,2%
Public 27,9%

	21	22e	23e
PER	11,8	13,9	11,8
PCF	4,9	4,2	3,9
VE/CA	1,2	0,8	0,6
VE/ROP	10,9	11,3	8,5
PAN	0,9	0,7	0,7
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	17,4%	17,7%	21,1%
ROACE	7,0%	4,6%	5,3%

	25,2	27,3	28,8
CA	25,2	27,3	28,8
var. n/n-1	9,7%	8,1%	5,7%
EBE	6,3	5,5	5,8
ROC	2,8	1,9	2,0
% CA	11,1%	7,0%	7,0%
ROP	2,8	1,9	2,0
% CA	11,1%	7,0%	7,0%
RN Pdg publié	2,3	1,5	1,8
% CA	8,9%	5,7%	6,3%

	0,81	0,55	0,65
BNPA	0,81	0,55	0,65
var. n/n-1	ns	-31,5%	17,8%
BNPA Cor	0,81	0,55	0,65
ANPA	10,5	11,0	11,7
Dividende net	0,00	0,00	0,00
DFN	3,9	0,1	-4,4

Jeremy Sallée, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30
jeremy.sallee@bnpparibas.com

Net rebond des résultats

Activité

Coil est le leader mondial des prestations de traitement de surfaces d'aluminium par anodisation (activité de sous-traitance). L'aluminium anodisé offre des qualités fonctionnelles et esthétiques compétitives par rapport à l'aluminium laqué / thermo-laqué et l'acier inoxydable, ce qui en fait un matériau apprécié des professionnels de l'architecture, du bâtiment et de l'industrie (électroménager, cuisine...). Le groupe adresse deux marchés : l'anodisation en continu (80% CA 2021) et l'anodisation par lots (20% CA 2021) qui correspond à des ventes d'offres packagées.

Marché / Concurrence

L'aluminium anodisé ne représente que ~10% (2M de tonnes) de la consommation mondiale d'aluminium en raison de capacités de traitement encore limitées (source : société). Face à une concurrence éclatée, Coil est leader européen en termes de capacités de production installées (80 000T) lui permettant : 1/ d'imposer sa technologie face aux autres procédés équivalents et 2/ d'accélérer l'effet de substitution par rapport aux autres matériaux. Le dynamisme du marché repose sur la capacité de Coil à promouvoir l'utilisation de l'aluminium anodisé auprès des consommateurs finaux, c'est pourquoi le groupe mène un lobbying de proximité auprès des grands laminoirs européens, des distributeurs et de la demande finale (industriels, architectes).

Stratégie / Perspectives

L'activité est périodiquement influencée par le déstockage ou l'approvisionnement des distributeurs en métal en réaction aux mouvements marqués du prix de l'aluminium. Compte tenu d'une structure de coûts fixes, les résultats sont historiquement volatils. Afin de trouver des relais de croissance et lisser les variations d'activité, Coil a développé à l'international son offre packagée "métal + traitement" dans le cadre de projets industriels ou architecturaux. Les marchés extra européens, notamment asiatiques, constituent un axe de développement privilégié par le management. Pour faire face à cette demande en progression, le groupe a lourdement investi avec des capex qui s'élevaient en moyenne à 23% du CA jusqu'en 2017, qui représente l'aboutissement de cet important programme d'investissement avec l'inauguration d'une 6^e ligne de production d'une capacité de 15 000T. Après un fort rebond de l'activité 2019 porté par l'envolée des ventes d'offres packagées (+240%), le CA 2020 a reculé de -23% du fait essentiellement de la crise sanitaire et de reports de commandes en 2021 (0,9M€). En 2021, le redressement de l'activité s'est accompagné d'une nette amélioration de la rentabilité soutenue par un meilleur mix-produit (sous-traitance +24%, solutions packagées -24%). Le management est confiant pour l'exercice en cours mais souligne que la conjoncture inflationniste pourrait peser sur les marges malgré les hausses de prix de vente passées en début d'année.

Valorisation

La poursuite de l'amélioration du mix soutiendra la rentabilité et la génération de cash malgré l'inflation. La valorisation reste attractive. Objectif 9,9€ dont 10% de décote ESG.

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 14/06/2022 - 10:31 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

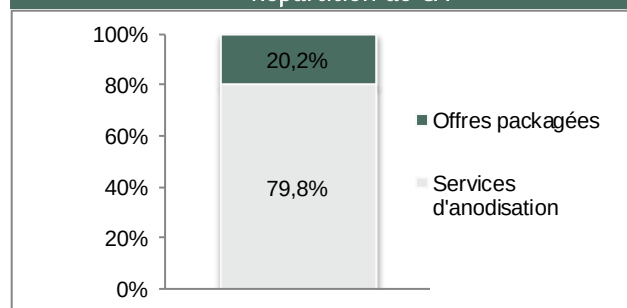
COIL

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	29,7	25,2	29,8	23,0	25,2	27,3	28,8	30,3
var. n/n-1	-10,0%	-15,2%	18,3%	-22,8%	9,7%	8,1%	5,7%	5,2%
var. organique	-10,0%	-15,2%	18,3%	-22,8%	9,7%	8,1%	5,7%	5,2%
EBE	7,8	4,2	6,3	1,0	6,3	5,5	5,8	5,9
ROC	4,9	0,4	2,1	-2,9	2,8	1,9	2,0	2,3
var. n/n-1	-6,6%	-91,6%	+/-	+/-	-/+	-31,7%	5,7%	12,7%
ROP	4,9	0,4	2,1	-2,9	2,8	1,9	2,0	2,3
RCAI	4,3	0,0	1,1	-3,3	2,4	1,7	2,0	2,3
IS	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
RN Pdg publié	4,2	0,1	1,0	-3,3	2,3	1,5	1,8	2,0
RN Pdg corrigé	4,2	0,1	1,0	-3,3	2,3	1,5	1,8	2,0
var. n/n-1	-9,8%	-98,3%	+/-	+/-	-/+	-31,5%	17,8%	12,7%
Tmva CA 2019 / 2023e	-0,8%							
Marge brute (%)	69,0%	70,2%	58,6%	62,0%	68,5%	64,0%	64,0%	63,5%
Marge opérationnelle (%)	16,7%	1,6%	7,1%	-12,5%	11,1%	7,0%	7,0%	7,5%
Marge nette (%)	14,1%	0,3%	3,3%	-14,5%	8,9%	5,7%	6,3%	6,8%
Taux IS (%)	-2,4%	1340,0%	-7,9%	1,0%	-5,1%	-10,0%	-10,0%	-10,0%
Frais de personnel / CA (%)	19,8%	25,0%	20,2%	24,7%	21,4%	24,0%	24,0%	24,0%
CA/effectif (K€)	237	191	238	195	232	-	-	-
var. n/n-1	-22,9%	-19,7%	24,9%	-18,2%	18,8%	-	-	-
Effectif moyen	125	132	125	118	109	-	-	-
var. n/n-1	16,8%	5,6%	-5,3%	-5,6%	-7,6%	-	-	-

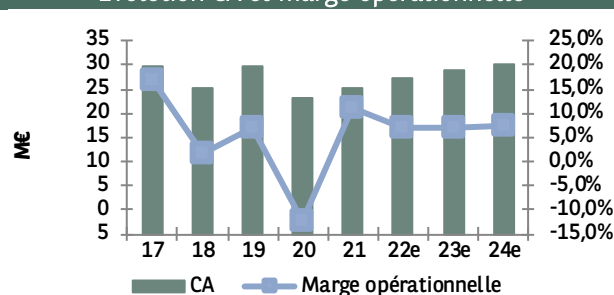
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	32,3	29,5	30,4	27,1	29,2	30,8	32,6	34,6
Dettes financières nettes	13,0	12,9	8,4	8,6	3,9	0,1	-4,4	-8,8
Autres	-0,2	-0,2	1,1	1,2	1,6	1,6	1,6	1,6
Capitaux investis	45,1	42,2	39,9	36,9	34,7	32,5	29,8	27,4
Immobilisations nettes	45,1	42,5	40,4	37,1	34,6	32,1	29,5	27,1
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
BFR	1,7	1,3	1,1	1,5	1,9	2,1	1,9	2,0
Actif économique	45,1	42,2	39,9	36,9	34,7	32,5	29,8	27,4
Gearing (%)	40,3%	43,8%	27,7%	31,9%	13,4%	0,4%	-13,6%	-25,4%
BFR/CA (%)	5,6%	5,3%	3,9%	6,5%	7,4%	7,6%	6,7%	6,7%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,7	3,1	1,3	8,5	0,6	0,0	ns	ns
ROE (%)	12,9%	0,2%	3,3%	ns	7,7%	5,0%	5,6%	5,9%
ROACE (%) après IS normé	10,8%	ns	4,4%	ns	7,0%	4,6%	5,3%	6,4%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	7,1	3,7	5,2	0,5	5,4	5,1	5,6	5,7
Variation BFR	-1,6	0,4	1,4	-0,2	0,1	-0,2	0,1	-0,1
Investissements industriels	-6,1	-1,3	-1,0	-0,6	-0,9	-1,1	-1,2	-1,2
% du CA	20,5%	5,0%	3,5%	2,6%	3,5%	4,0%	4,0%	4,0%
Cash Flow Libre	-0,6	2,9	5,6	-0,2	4,6	3,8	4,5	4,4
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-1,4	-2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,9	0,0	-1,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	1,1	-0,1	-4,5	0,2	-4,7	-3,8	-4,5	-4,4
Dettes financières nettes	13,0	12,9	8,4	8,6	3,9	0,1	-4,4	-8,8

Répartition du CA



Evolution CA et marge opérationnelle



COIL

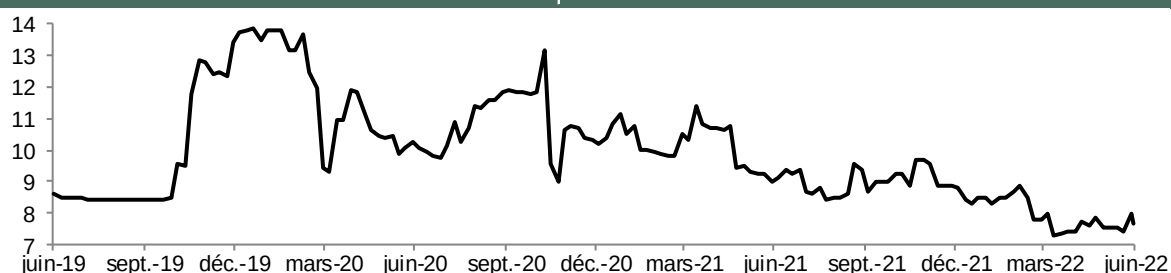
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1,50	0,03	0,36	-1,19	0,81	0,55	0,65	0,73
var. n/n-1	-24,9%	-98,3%	+ / ++	+ / -	- / +	-31,5%	17,8%	12,7%
CFPA	2,5	1,3	1,8	0,2	2,0	1,8	2,0	2,0
ANPA	11,4	10,6	10,9	9,7	10,5	11,0	11,7	12,4
Dividende net (versé en n+1)	1,50	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	100,1%	3877,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	16,3%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	1,9%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	13,0	ns	25,9	ns	11,8	13,9	11,8	10,5
PCF (x)	7,8	11,4	5,0	ns	4,9	4,2	3,9	3,8
PAN (x)	1,7	1,4	0,8	1,2	0,9	0,7	0,7	0,6
VE/CA (x)	2,3	2,2	1,1	1,7	1,2	0,8	0,6	0,4
VE/EBE (x)	8,7	13,3	5,5	ns	4,9	4,0	3,0	2,1
VE/ROP (x)	13,6	ns	16,2	ns	10,9	11,3	8,5	5,6
Free Cash Flow Yield (%)	-1,1%	6,8%	21,6%	-0,8%	17,4%	17,7%	21,1%	20,3%
Rendement (%)	0,0%	9,9%	10,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	54,2	42,4	25,7	31,2	26,5	21,5	21,5	21,5
Valeur d'Entreprise (VE)	67,2	55,3	34,2	39,9	30,4	21,6	17,1	12,7
Cours de référence (€)	19,4	15,2	9,2	11,2	9,5	7,7	7,7	7,7
Nb de titres (Mio)	2,785	2,792	2,792	2,792	2,792	2,792	2,792	2,792
Nb de titres corrigé (Mio)	2,820	2,792	2,792	2,792	2,792	2,792	2,792	2,792
% de la dilution	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	27/06/1996							
Cours d'introduction ajusté	6,3 €							

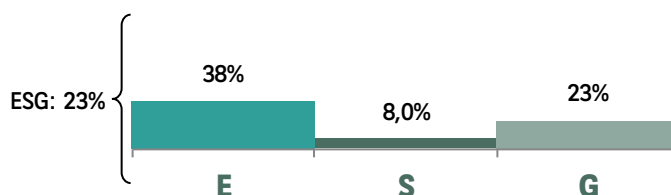
Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	7,5	5,1	5,5	5,7	5,9
CA T2	6,9	7,1	6,6	6,0	6,5
CA S1	14,4	12,1	12,1	11,7	12,5
ROP S1	2,7	-0,5	0,3	-1,9	1,1
RN pdg corrigé S1	2,3	-0,8	0,0	-2,1	1,0
Marge opérationnelle S1	18,6%	-4,5%	2,8%	-15,9%	9,1%
Marge nette S1	16,0%	-6,5%	-0,2%	-17,7%	7,6%
CA T3	8,5	7,0	10,1	5,3	6,4
CA T4	6,8	6,1	7,0	6,0	6,4
CA S2	15,3	13,0	17,1	11,3	12,8
ROP S2	2,3	1,0	1,8	-1,0	1,7
RN pdg corrigé S2	1,9	0,9	1,0	-1,3	1,3
Marge opérationnelle S2	14,9%	7,3%	10,4%	-8,9%	13,0%
Marge nette S2	12,2%	6,6%	6,0%	-11,1%	10,2%

Taux de croissance (n/n-1)					
CA T1	8,0%	-32,3%	8,1%	3,5%	4,6%
CA T2	-19,5%	2,7%	-6,5%	-8,9%	8,3%
CA T3	-6,6%	-17,6%	44,0%	-47,4%	21,0%
CA T4	-18,7%	-11,6%	16,4%	-14,5%	6,0%
CA S1	-7,2%	-15,5%	-0,4%	-3,3%	6,5%
CA S2	-12,4%	-14,9%	31,2%	-33,9%	13,0%
ROP S1	-20,3%	+ / -	- / +	+ / -	- / +
ROP S2	16,8%	-58,0%	85,5%	+ / -	- / +

Historique de cours



COIL



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	ND	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	ND	ND	ND	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	ND	ND	ND	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	4	4	4	
<i>dont indépendants</i>	2	2	2	
<i>dont femmes</i>	0	0	0	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	ND	ND	ND	
Comité des risques	ND	ND	ND	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	ND	ND	ND	
Comité RSE	ND	ND	ND	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	ND	ND	ND	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	ND	ND	ND	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Non	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	73%	66%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

COMPAGNIE DES ALPES

Loisirs



Cours : 14,84€ 14 Juin 2022

Objectif : 19,50€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique FR0000053324 / CDA
Reuters / Bloomberg CDAF.PA / CDA:EN
Indice CAC Small
Eligibilité PEA-PME Non

Euronext

Capitalisation (M€) **747,4**
Flottant (%) 39,6%
Nbre de Titres (Mio) 50,364
Date de clôture 29-Sep

Actionnariat

CDC 39,6%
Sofival 8,7%
Groupes bancaires 14,9%
Public 36,8%

	21	22e	23e
PER	ns	7,8	8,9
PCF	ns	3,0	3,1
VE/CA	5,1	1,4	1,2
VE/ROP	ns	7,8	8,6
PAN	ns	ns	ns
Rendement	0,0%	0,0%	1,3%
Free Cash Flow Yield	-23,6%	12,6%	6,7%
ROACE	ns	7,2%	6,3%

	240,6	870,3	929,6
CA	240,6	825,7	907,6
CA précédent	240,6	825,7	907,6
var. n/n-1	-60,9%	261,8%	6,8%
EBE	70,6	301,9	284,2
ROC	-69,5	152,5	135,0
% CA	-28,9%	17,5%	14,5%
ROP	-124,4	152,5	135,0
% CA	ns	17,5%	14,5%
RN Pdg publié	-121,7	93,3	81,7
% CA	ns	10,7%	8,8%

	-2,48	1,90	1,66
BNPA	-2,48	0,56	1,36
BNPA précédent	-2,48	0,56	1,36
var. n/n-1	ns	ns	-12,5%
BNPA Cor	-1,58	1,90	1,66
ANPA	0,0	0,0	0,0
Dividende net	0,00	0,20	0,30

	502,5	410,8	372,1
DFN	502,5	410,8	372,1

Arnaud Despre, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 52
arnaud.despre@bnpparibas.com

Revoit sa guidance après un excellent S1

Activité

Compagnie des Alpes est le leader européen des loisirs via l'exploitation de stations de ski françaises de haute renommée (domaine Paradiski, Les Trois Vallées...) et la gestion de parcs de loisirs de qualité (Parc Astérix, Futuroscope, Grévin Paris...). Exploitant au total 24 sites (11 domaines skiables et 13 parcs de loisirs), le groupe Compagnie des Alpes a géré en 2019 (saisons hors Covid-19) 14,0M de journées-skieurs et 9,6M de visites dans son activité Destinations de loisirs. Grâce à son expertise dans les domaines skiables, la Compagnie des Alpes exerce une activité de conseil sur les nouveaux marchés du ski (Russie et Chine notamment). Enfin, le groupe investit dans l'ensemble de son écosystème et a notamment fait l'acquisition de Travefactory, société spécialisée dans la location de vacances et leader dans la vente en ligne de séjours de ski en France.

Marché / Concurrence

La Compagnie des Alpes est l'exploitant le plus important de l'Hexagone avec un CA Domaines Skiables à fin septembre 2019 de 444M€ (pré-Covid; parts de marché - pdm >30,0%). Ce marché est caractérisé par de fortes barrières à l'entrée du fait de l'intensité capitalistique des installations, la rareté des domaines de haute altitude, et la nécessité d'avoir une offre d'hébergement adaptée. Le marché des parcs de loisirs, et plus particulièrement celui des parcs d'attractions et à thèmes, est concentré sur un nombre limité de parcs. Les dix premiers parcs en France représentent 90% de la fréquentation totale. Disneyland Paris était en 2019 le parc le plus visité avec 15,1M de visiteurs. Les deux principaux parcs à thèmes exploités par la Compagnie des Alpes, le Parc Astérix et le Futuroscope, se sont classés en 2019 respectivement n°2 (2,3M) et n°4 (1,9M). Le Puy du Fou complète le podium avec 2,3M de visiteurs.

Stratégie / Perspectives

A l'annonce du CA S1, nous avions sensiblement revu nos attentes sur l'année et trouvions la guidance prudente. Cette dernière est revue à la hausse en ciblant une croissance CA et EBO vs 2018/19 dès cet exercice (PZP CA +1,9% vs 2018/19 et EBO relevé de 242M€ à 301M€ soit +29,6% vs 2018/19), avec un levier très inférieur à 3,0x (vs 3,0-3,5x préc.; PZP 1,5x). Les résultats S1 étaient nettement supérieurs à nos attentes. Le groupe, malgré le contexte, affiche une stabilité de ses charges de personnel et maîtrise d'une manière globale parfaitement ses OPEX sur ce début d'exercice. L'EBO des DL est était nettement au dessus à 24,0M€ (PZP -9,6M€), sous les effets 1/ d'une indemnisation de 19,8M€ liée aux inondations de l'été dernier sur les sites Walibi Belgium et surtout 2/ des fruits de la politique commerciale redirigée post-Covid (optimisation des canaux de vente, pilotage plus fin des offres commerciales...avec à la clé une DPV en hausse de +19% vs 2018/19).

Valorisation

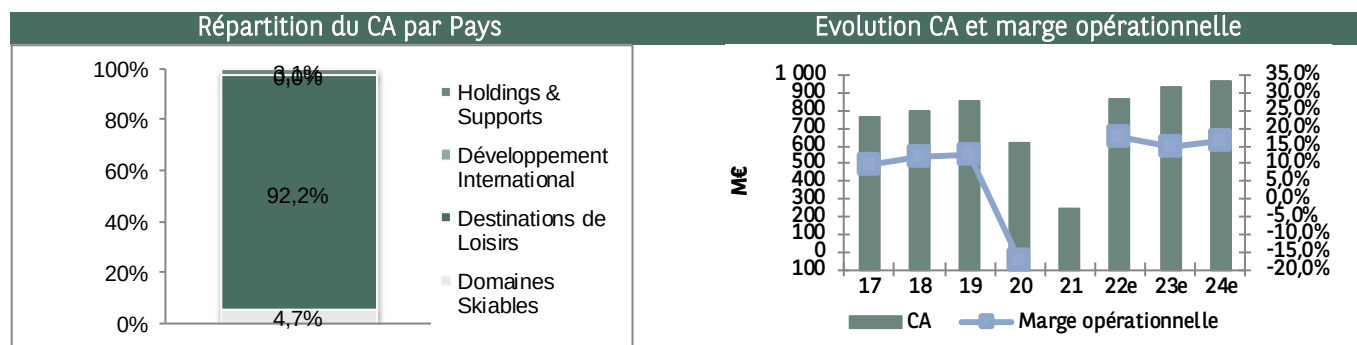
Post-crise sanitaire, La Compagnie des Alpes reprend rapidement sa trajectoire d'amélioration progressive de la rentabilité de ses BUS, notamment sous la hausse sensible de la DPV.

COMPAGNIE DES ALPES

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	762,2	801,2	854,0	615,6	240,6	870,3	929,6	971,2
var. n/n-1	5,8%	5,1%	6,6%	-27,9%	-60,9%	+/-	6,8%	4,5%
var. organique	-	-	-	-	-	-	-	-
EBE	203,3	218,3	232,3	93,8	70,6	301,9	284,2	303,2
ROC	88,3	97,1	105,2	-54,7	-69,5	152,5	135,0	158,7
var. n/n-1	22,1%	9,9%	8,3%	+/-	-/-	-/+	-11,5%	17,6%
ROP	74,3	97,0	105,1	-105,9	-124,4	152,5	135,0	158,7
RCAI	55,1	84,7	94,8	-124,0	-152,8	135,5	118,8	142,5
IS	-19,9	-29,7	-32,2	12,8	20,3	-40,6	-35,6	-42,7
RN Pdg publié	31,3	57,2	62,2	-104,3	-121,7	93,3	81,7	98,2
RN Pdg corrigé	57,4	65,5	80,6	-70,6	-77,6	93,3	81,7	98,2
var. n/n-1	22,9%	14,0%	23,1%	+/-	-/-	-/+	-12,5%	20,3%
Tmva CA 2019 / 2023e	2,1%							
Marge brute (%)	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%
Marge opérationnelle (%)	9,7%	12,1%	12,3%	-17,2%	ns	17,5%	14,5%	16,3%
Marge nette (%)	7,5%	8,2%	9,4%	-11,5%	-32,3%	10,7%	8,8%	10,1%
Taux IS (%)	36,2%	35,1%	34,0%	10,4%	13,3%	30,0%	30,0%	30,0%
Frais de personnel / CA (%)	-33,4%	-33,7%	-33,6%	-39,0%	-67,5%	-	-	-
CA/effectif (K€)	162	162	163	143	82	-	-	-
var. n/n-1	5,2%	-0,3%	0,8%	-12,6%	-42,6%	-	-	-
Effectif moyen	4 696	4 951	5 234	4 315	2 937	-	-	-
var. n/n-1	0,6%	5,4%	5,7%	-17,6%	-31,9%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	832,6	879,0	936,7	805,2	910,5	1 003,8	1 075,7	1 159,2
Dettes financières nettes	382,7	405,9	545,2	648,3	502,5	410,8	372,1	338,3
Autres	-100,7	-107,3	-135,3	-8,3	21,1	12,1	3,1	-5,9
Capitaux investis	1 169,4	1 233,5	1 407,2	1 494,7	1 472,4	1 475,5	1 510,1	1 561,4
Immobilisations nettes	1 430,4	1 515,4	1 704,0	1 790,0	1 772,0	1 799,9	1 858,0	1 929,5
dont écarts d'acquisition	283,0	294,1	331,5	270,2	223,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	119,6	123,9	150,0	142,9	170,3	179,3	188,3	197,3
BFR	-141,4	-158,0	-146,9	-152,4	-129,3	-145,1	-159,6	-170,8
Actif économique	1 169,4	1 233,5	1 407,2	1 494,7	1 472,4	1 475,5	1 510,1	1 561,4
Gearing (%)	43,1%	43,4%	54,7%	75,9%	53,0%	39,0%	32,8%	27,5%
BFR/CA (%)	-18,5%	-19,7%	-17,2%	-24,8%	-53,7%	-16,7%	-17,2%	-17,6%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,9	1,9	2,3	6,9	7,1	1,4	1,3	1,1
ROE (%)	3,8%	6,5%	6,6%	ns	ns	9,3%	7,6%	8,5%
ROACE (%) après IS normé	3,8%	5,2%	5,3%	ns	ns	7,2%	6,3%	7,2%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	169,0	179,9	189,7	37,3	7,5	244,3	232,3	244,2
Variation BFR	8,8	16,6	-11,2	5,5	-23,1	15,8	14,5	11,2
Investissements industriels	-162,5	-186,6	-213,1	-177,9	-145,6	-168,3	-198,3	-206,9
% du CA	21,3%	23,3%	24,9%	28,9%	60,5%	19,3%	21,3%	21,3%
Cash Flow Libre	15,3	10,0	-34,6	-135,1	-161,2	91,7	48,5	48,5
Cessions d'actifs	2,5	0,4	3,7	2,8	53,3	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,9	-0,8	-4,2	-2,0	-6,8	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-9,7	-12,2	-15,9	-17,1	0,0	0,0	-9,8	-14,7
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	226,8	0,0	0,0	0,0
Autres	-30,0	-32,7	-98,2	-15,1	-36,5	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	9,2	23,3	139,3	103,1	-145,8	-91,7	-38,7	-33,8
Dettes financières nettes	382,7	405,9	545,2	648,3	502,5	410,8	372,1	338,3



COMPAGNIE DES ALPES

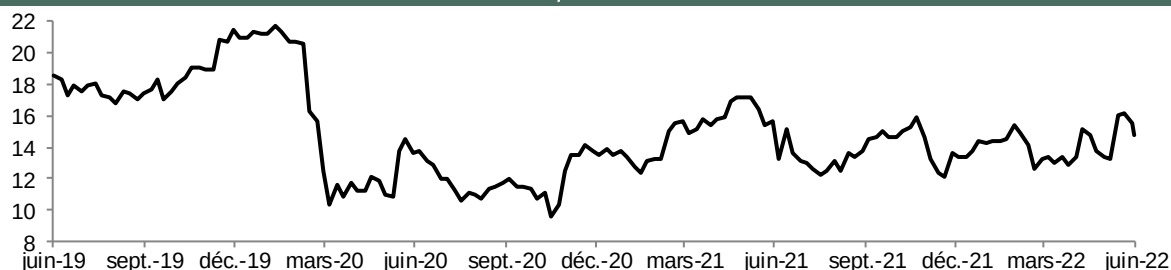
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1,29	2,34	2,55	-4,28	-2,48	1,90	1,66	2,00
var. n/n-1	71,5%	13,8%	23,1%	+/-	- -/-	-/+	-12,5%	20,3%
CFPA	6,9	7,4	7,8	1,5	0,2	5,0	4,7	5,0
ANPA	36,4	38,3	40,9	42,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende net (versé en n+1)	0,50	0,65	0,70	0,00	0,00	0,20	0,30	0,30
Payout (%)	21,2%	24,2%	21,2%	0,0%	0,0%	10,5%	18,0%	15,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	-15,8%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	-11,7%							

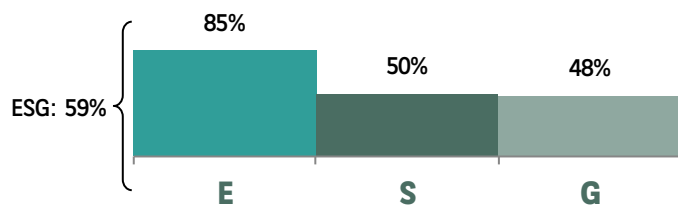
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	6,6	7,9	5,4	ns	ns	7,8	8,9	7,4
PCF (x)	2,2	2,9	2,3	10,0	ns	3,0	3,1	3,0
PAN (x)	0,4	0,6	0,4	0,4	ns	ns	ns	ns
VE/CA (x)	1,1	1,2	1,2	1,7	5,1	1,4	1,2	1,2
VE/EBE (x)	4,0	4,5	4,5	11,4	17,3	3,9	4,1	3,8
VE/ROP (x)	11,0	10,1	9,9	ns	ns	7,8	8,6	7,2
Free Cash Flow Yield (%)	4,0%	1,9%	-8,0%	-36,2%	-23,6%	12,6%	6,7%	6,7%
Rendement (%)	2,6%	2,4%	3,7%	4,6%	0,0%	0,0%	1,3%	2,0%
Capitalisation (M€)	379,5	517,3	431,6	373,8	682,9	729,0	729,0	729,0
Valeur d'Entreprise (VE)	817,1	979,1	1 037,4	1 071,6	1 223,7	1 188,7	1 160,4	1 137,2
Cours de référence (€)	15,6	21,2	17,7	15,3	13,9	14,8	14,8	14,8
Nb de titres (Mio)	24,362	24,413	24,413	24,413	49,127	49,127	49,127	49,127
Nb de titres corrigé (Mio)	24,353	24,400	24,400	24,400	49,103	49,103	49,103	49,103
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	18/11/1994							
Cours d'introduction ajusté	6,3 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	133,2	133,2	126,8	143,6	26,9	166,7
CA T2	326,9	358,1	371,4	326,9	4,6	374,5
CA S1	460,1	491,2	498,2	470,5	31,5	
ROP S1	100,3	111,8	105,7	74,4	-137,7	
RN pdg corrigé S1	68,0	80,6	74,3	55,1	-122,6	
Marge opérationnelle S1	21,8%	22,8%	21,2%	15,8%	ns	
Marge nette S1	14,8%	16,4%	14,9%	11,7%	ns	
CA T3	153,3	157,7	171,7	12,9	37,2	
CA T4	148,8	152,3	184,1	132,1	171,8	
CA S2	302,0	310,0	355,8	145,2	209,0	
ROP S2	-26,0	-14,8	-0,6	-	-	
RN pdg corrigé S2	-10,5	-15,1	6,3	-131,4	152,6	
Marge opérationnelle S2	-8,6%	-4,8%	-0,2%	-	-	
Marge nette S2	-3,5%	-4,9%	1,8%	ns	73,0%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	8,9%	0,0%	-4,8%	13,2%	-81,3%	+ / ++
CA T2	1,7%	9,5%	3,7%	-12,0%	-98,6%	+ / ++
CA T3	19,3%	2,9%	8,9%	-92,5%	+ / ++	
CA T4	0,5%	2,4%	20,9%	-28,2%	30,0%	
CA S1	3,7%	6,8%	1,4%	-5,6%	-93,3%	
CA S2	9,2%	2,6%	14,8%	-59,2%	44,0%	
ROP S1	2,3%	11,4%	-5,4%	-29,6%	+ / -	
ROP S2	- / -	- / -	- / -	-	-	

Historique de cours





COMPAGNIE DES ALPES

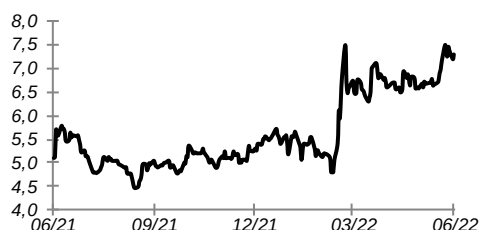
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	37,8	42,6	56,0	
Politique de compensation des émissions CO2	Oui	Oui	Oui	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Oui	Oui	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	42%	41%	42%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	84	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	3,0%	3,3%	3,4%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	100%	100%	90%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	8,2%	7,2%	18%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	4,3%	4,4%	4,8%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	44,0	41,7	29,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	ND	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	12	14	
<i>dont indépendants</i>	3	4	4	
<i>dont femmes</i>	3	6	6	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	ND	83%	87%	
Comité d'audit	Non	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	39%	39%	41%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Non	Non	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

CS GROUP

ESN _ Conseil en technologie



Cours : 7,30€

14 Juin 2022

Objectif : 7,30€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0007317813 / SX
Reuters / Bloomberg SIGF.PA / SX FP
Indice CAC Small
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **179,3**
Flottant (%) 23,5%
Nbre de Titres (Mio) 24,568
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Duna (Y. Sabeg et concert) 29,7%
Cira 29,2%
Sopra Steria 9,8%
Public 31,4%

	21	22e	23e
PER	ns	26,2	13,9
PCF	10,0	11,1	8,4
VE/CA	0,6	0,7	0,6
VE/ROP	ns	16,7	10,0
PAN	1,8	2,6	2,2
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-4,5%	4,4%	7,1%
ROACE	ns	10,5%	17,6%

CA	237,4	262,4	280,2
CA précédent	237,4	260,8	281,1
var. n/n-1	13,4%	10,5%	6,8%
EBE	21,1	24,3	28,6
ROC	9,6	15,1	20,2
% CA	4,1%	5,8%	7,2%
ROP	4,4	11,4	18,0
% CA	1,9%	4,4%	6,4%
RN Pdg publié	-0,1	6,3	12,3
% CA	0,0%	2,4%	4,4%

BNPA	0,00	0,26	0,50
BNPA précédent	0,05	0,35	0,57
var. n/n-1	ns	ns	94,8%
BNPA Cor	0,04	0,28	0,52
ANPA	2,6	2,9	3,4
Dividende net	0,00	0,00	0,00

DFN	44,6	36,6	24,0

Maxence Dhoury, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 12
maxence.dhoury@bnpparibas.com

Les cartes en main pour poursuivre la croissance

Activité

CS est un acteur spécialisé dans la conception, l'intégration et l'exploitation de systèmes critiques. Les trois divisions du groupe sont : 1/ Défense, Espace et Sécurité représentant 57% du CA 2021 (centre de commandement Police, gestion de crise, applications spatiales...), 2/ Aéronautique (systèmes embarqués, contrôle trafic aérien...), Énergie & Industrie (sûreté et gestion des risques, calculs simulation nucléaire...) pour 25% du CA et 3/ Cybersécurité pour 18% du CA (négoce, intégration, services managés). CS réalise ~70% de son activité dans le cadre de projets pluriannuels au forfait. La clientèle est principalement composée de grandes organisations publiques ou parapubliques (Ministère de l'Intérieur, DGA, CNES) et de grands comptes de l'industrie (Airbus, Thales, Safran).

Marché / Concurrence

Le marché informatique à destination de l'industrie (Aéronautique, Défense, Aérospatial) représente ~29% du marché informatique français, lui-même estimé à 60Md€ en 2021 par Numeum. Les concurrents sont de grands intégrateurs (Thales, Airbus DS...) et les branches Défense des grandes ESN (Atos, Sopra Steria...). CS mène dans ce secteur une politique de partenariats (technologiques, capacitaires..) et n'hésite pas à s'allier à d'autres acteurs pour se positionner sur de très gros contrats pluriannuels. CS est la première ESN française sur le spatial et leader en France sur les systèmes de communication pour le trafic aérien.

Stratégie / Perspectives

Depuis plusieurs années, la philosophie du groupe est de se focaliser sur ses points forts et de devenir plus européen alors que les décisions et grands programmes devraient de plus en plus se définir à l'échelle européenne sur les quatre secteurs stratégiques du groupe (Défense & Sécurité, Espace, Aéronautique, Énergie). Longtemps mis en sommeil, le M&A a repris dans le but de renforcer les offres sur les segments prioritaires. Le groupe vise également à faire progresser ses marges grâce à des effets mix, une amélioration de la productivité, une vigilance sur les coûts et une focalisation de la R&D sur un nombre restreint de projets. Si le redressement des performances du groupe a été heurté par la crise sanitaire et par des restructurations internes à mener, la stratégie porte ses fruits au niveau commercial. Tout porte à croire que la dynamique observée en 2021 (CA +13%) va se poursuivre. Les prises de commandes sont très bien orientées avec tout d'abord une hausse, hors méga-contrat VASSCO, de 50% tirée par l'ensemble des activités, ce qui illustre à nouveau les multiples piliers de développement du groupe (défense, spatial, nucléaire civil et militaire, cybersécurité, etc.). En incluant la partie ferme de VASSCO (203M€ sur 240M€ au total, avec une traduction en CA sur dix ans), la hausse atteint 158% et permet d'afficher des prises de commandes de 487M€, plus de 60% au dessus du précédent record historique.

Valorisation

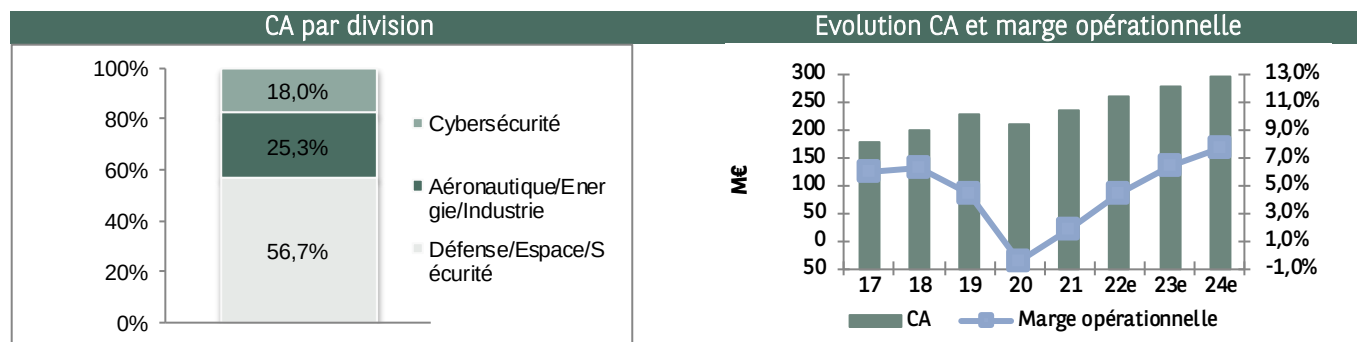
La recovery au long cours semble clairement entrée dans une nouvelle phase, notamment aidée par un dynamisme commercial inédit. Les belles perspectives nous semblent aujourd'hui relativement bien valorisées après la surperformance très marquée en 2022. Notre objectif est relevé de 6,9€ à 7,3€ (peers 6€, DCF 7,8€ + prime ESG de 5%).

CS GROUP

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	177,4	201,5	230,0	209,3	237,4	262,4	280,2	298,3
var. n/n-1	0,5%	13,6%	14,1%	-9,0%	13,4%	10,5%	6,8%	6,4%
var. organique	1,0%	3,4%	4,6%	-9,0%	13,4%	10,5%	6,8%	6,4%
EBE	16,8	18,7	22,4	14,0	21,1	24,3	28,6	33,9
ROC	13,3	15,3	14,1	6,1	9,6	15,1	20,2	25,2
var. n/n-1	23,9%	15,6%	-8,0%	-57,1%	59,1%	57,0%	33,5%	24,9%
ROP	10,7	12,6	10,2	-0,9	4,4	11,4	18,0	23,0
RCAI	7,3	10,0	5,4	-5,4	1,4	8,0	15,0	20,2
IS	-2,3	-2,6	-2,4	-2,1	-1,5	-1,7	-2,6	-3,4
RN Pdg publié	5,1	7,4	3,0	-7,5	-0,1	6,3	12,3	16,9
RN Pdg corrigé	5,1	7,4	2,6	-6,7	1,0	6,8	12,8	17,4
var. n/n-1	-/+	45,5%	-64,9%	+/-	-/+	+/-	87,8%	35,6%
Tmva CA 2019 / 2023e	5,1%							
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	6,0%	6,2%	4,4%	-0,4%	1,9%	4,4%	6,4%	7,7%
Marge nette (%)	2,9%	3,7%	1,1%	-3,2%	0,4%	2,6%	4,6%	5,8%
Taux IS (%)	31,3%	25,9%	44,2%	-39,3%	103,6%	21,5%	17,7%	16,6%
Frais de personnel / CA (%)	55,7%	52,2%	51,3%	56,7%	55,2%	54,4%	53,7%	53,1%
CA/effectif (K€)	96	102	113	100	109	-	-	-
var. n/n-1	-0,5%	6,4%	10,0%	-10,9%	8,6%	-	-	-
Effectif moyen	1 843	1 967	2 041	2 084	2 177	-	-	-
var. n/n-1	1,0%	6,7%	3,8%	2,1%	4,5%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	35,1	66,6	71,4	63,9	63,7	70,0	82,4	99,2
Dettes financières nettes	42,1	63,9	56,4	39,2	44,6	36,6	24,0	6,5
Autres	-25,5	-29,8	-10,6	-16,8	-22,2	-22,2	-22,2	-22,2
Capitaux investis	51,4	100,7	117,3	86,2	86,1	84,5	84,1	83,6
Immobilisations nettes	92,7	135,6	158,0	154,9	151,3	151,2	151,9	152,4
dont écarts d'acquisition	34,7	70,3	57,6	57,6	57,6	56,9	56,2	55,6
dont financières	42,5	46,3	48,0	49,8	51,2	51,2	51,2	51,2
BFR	1,2	11,3	7,3	-18,9	-14,0	-15,5	-16,6	-17,6
Actif économique	51,4	100,7	117,3	86,2	86,1	84,5	84,1	83,6
Gearing (%)	120,7%	96,1%	79,0%	61,3%	69,9%	52,3%	29,1%	6,6%
BFR/CA (%)	0,7%	5,6%	3,2%	-9,0%	-5,9%	-5,9%	-5,9%	-5,9%
Dettes financières nettes/EBE (x)	2,5	3,4	2,5	2,8	2,1	1,5	0,8	0,2
ROE (%)	14,5%	11,2%	4,2%	ns	ns	9,0%	15,0%	17,0%
ROACE (%) après IS normé	14,3%	12,2%	5,2%	ns	ns	10,5%	17,6%	22,9%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	6,6	11,1	12,6	1,4	11,5	16,2	21,4	26,2
Variation BFR	-11,8	-12,4	1,9	25,0	-6,1	1,5	1,1	1,1
Investissements industriels	-4,4	-5,6	-10,0	-8,5	-10,5	-9,7	-9,8	-9,8
% du CA	2,5%	2,8%	4,3%	4,1%	4,4%	3,7%	3,5%	3,3%
Cash Flow Libre	-9,7	-6,9	4,6	18,0	-5,2	8,0	12,6	17,4
Cessions d'actifs	0,7	1,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,3	-24,4	-1,2	-0,4	-0,5	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	7,2	10,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-1,0	-1,8	5,0	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	3,0	21,8	-7,5	-17,3	5,4	-8,0	-12,6	-17,4
Dettes financières nettes	42,1	63,9	56,4	39,2	44,6	36,6	24,0	6,5



CS GROUP

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,26	0,32	0,12	-0,31	0,00	0,26	0,50	0,69
var. n/n-1	-/+	21,1%	-66,7%	+/-	-/+	+ /++	87,8%	35,6%
CFPA	0,3	0,5	0,5	0,1	0,5	0,7	0,9	1,1
ANPA	1,8	2,9	2,9	2,6	2,6	2,9	3,4	4,1
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	12,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	48,9%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	14,2%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	20,8	19,2	44,5	ns	ns	26,2	13,9	10,3
PCF (x)	16,1	12,8	9,2	ns	10,0	11,1	8,4	6,8
PAN (x)	3,0	2,1	1,6	1,4	1,8	2,6	2,2	1,8
VE/CA (x)	0,7	0,9	0,7	0,5	0,6	0,7	0,6	0,5
VE/EBE (x)	7,9	10,1	6,7	7,5	6,4	7,9	6,3	4,8
VE/ROP (x)	12,5	15,0	14,7	ns	ns	16,7	10,0	7,1
Free Cash Flow Yield (%)	-9,1%	-4,8%	3,9%	19,5%	-4,5%	4,4%	7,1%	9,7%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	107,7	143,9	116,5	92,2	115,7	179,3	179,3	179,3
Valeur d'Entreprise (VE)	132,9	188,6	150,1	104,2	134,9	191,6	179,7	163,0
Cours de référence (€)	5,5	6,1	4,7	3,8	4,7	7,3	7,3	7,3
Nb de titres (Mio)	19,586	23,476	24,568	24,568	24,568	24,568	24,568	24,568
Nb de titres corrigé (Mio)	19,334	23,223	24,505	24,500	24,500	24,500	24,500	24,500
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	00/00/0000							
Cours d'introduction ajusté	-							

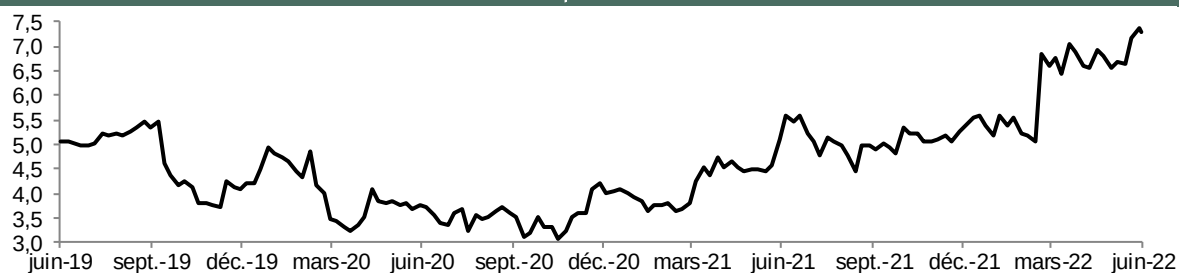
Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2					
CA S1	89,3	90,2	105,6	102,8	115,0
ROP S1	5,0	4,8	3,0	-3,4	-1,0
RN pdg corrigé S1	2,1	2,9	-0,3	-6,5	-2,8
Marge opérationnelle S1	5,6%	5,4%	2,8%	-3,3%	-0,9%
Marge nette S1	2,4%	3,3%	-0,3%	-6,3%	-2,4%

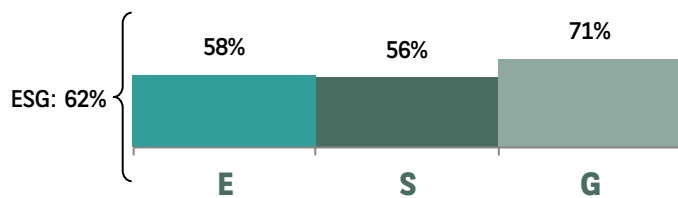
CA T3					
CA T4					
CA S2	83,9	109,1	124,4	106,5	122,4
ROP S2	1,4	5,5	7,2	2,5	5,4
RN pdg corrigé S2	1,6	4,0	6,0	4,3	6,0
Marge opérationnelle S2	1,7%	5,1%	5,8%	2,4%	4,4%
Marge nette S2	1,9%	3,6%	4,8%	4,0%	4,9%

Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	-	-	-	-
CA T2					
CA T3					
CA T4					
CA S1	1,1%	1,0%	17,1%	-2,6%	11,9%
CA S2	-4,9%	30,0%	14,0%	-14,4%	15,0%
ROP S1	61,2%	-3,6%	-37,8%	+/-	- -/-
ROP S2	61,7%	+ /++	30,2%	-65,1%	+ /++

Historique de cours





CS GROUP

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	2,3	3,5	3,2	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	23%	22%	22%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	86	87	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	55%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	13%	11%	15%	Données France
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	1 919	1 947	ND	
Taux d'absentéisme	2,3%	2,6%	2,4%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	5,0	5,0	6,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	Afep-Medef
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	11	12	12	
<i>dont indépendants</i>	6	6	6	
<i>dont femmes</i>	4	4	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	80%	85%	84%	
Comité d'audit	Non	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	42%	40%	40%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	Fonction de PC, CA, MOC, RN, BFR (20% chacun)
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	7,8	8	7,7	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	92%	89%	94%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

DAMARTEX

Biens de consommation



Cours : 14,80€ 14 Jun 2022

Objectif : 15,50€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0000185423 / ALDAR
Reuters / Bloomberg ALDAR.PA / ALDAR:FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **171,7**
Flottant (%) 11,2%
Nbre de Titres (Mio) 11,598
Date de clôture 30-Jun

Actionnariat
JPJ D 59,0%
Famille 11,9%
JPJ 2 10,4%
Public 11,2%

	21	22e	23e
PER	9,5	ns	32,3
PCF	3,2	5,1	4,6
VE/CA	0,2	0,2	0,2
VE/ROP	6,2	ns	16,2
PAN	1,0	1,1	1,0
Rendement	0,0%	2,7%	0,6%
Free Cash Flow Yield	33,8%	-3,2%	11,5%
ROACE	6,7%	1,2%	2,6%

	2021	2022	2023
CA	764,2	728,1	750,0
CA précédent	764,2	728,1	750,0
var. n/n-1	11,4%	-4,7%	3,0%
EBE	53,7	34,2	39,0
ROC	22,0	4,0	7,9
% CA	2,9%	0,6%	1,1%
ROP	21,9	3,9	7,9
% CA	2,9%	0,5%	1,1%
RN Pdg publié	16,2	2,2	5,1
% CA	2,1%	0,3%	0,7%

	2021	2022	2023
BNPA	1,45	0,20	0,46
BNPA précédent	1,45	0,20	0,46
var. n/n-1	ns	-86,2%	129,9%
BNPA Cor	1,46	0,20	0,46
ANPA	14,0	14,0	14,4
Dividende net	0,40	0,09	0,20
DFN	-25,9	-17,0	-44,1

Gaétan Calabro, Analyste Financier
+33 (0)2 40 44 94 68
gaetan.calabro@bnpparibas.com

L'inflation grippe les ventes

Activité

Créé en 1953 par la famille Despature, le groupe DamarTEX est un acteur majeur de la silver économie. Spécialisé dans la distribution de produits textiles, d'équipements de la personne et de la maison, il adresse principalement une clientèle Séniors 55+. Utilisant les canaux de distribution diversifiés, l'entreprise se compose de 8 enseignes divisées en trois pôles d'activité : Fashion (74% CA), Home & Lifestyle (23% CA) et Healthcare (3% CA) depuis l'acquisition de Santéol (assistance respiratoire ; CA 9M€, marge d'EBITDA 46%) en 2019.

Marché / Concurrence

Le positionnement des marques du groupe DamarTEX sur les seniors de plus de 55 ans permet de mieux résister, profitant d'une dynamique démographique positive avec le vieillissement de la population, mais la tendance à la décroissance organique du textile perdure en Europe (marché global en retrait de -1%/an depuis 10 ans). Le pôle Home & Lifestyle évolue dans un marché en croissance moyenne annuelle de +5% sur les derniers exercices et dont le confinement aura été un puissant catalyseur au développement du home shopping et digital. Encore peu significatif dans le CA total groupe, le pôle Healthcare évolue sur les marchés français de la Prestation de Santé à Domicile (c.3,9Mds€ / croissance >+7%/an et rentabilité structurelle importante) et du Maintien à Domicile (c.1,2Mds€ / +3 à 5%/an).

Stratégie / Perspectives

Le nouveau plan stratégique s'appuie sur cinq piliers : 1/ modernisation des marques et de l'expérience client, 2/ investissements digitaux (objectif : CA e-commerce >150M€), 3/ accélération de la croissance du pôle Home & Lifestyle (CA >200M€), 4/ flexibilisation du business model en poursuivant les investissements en supply chain & informatique et 5/ politique RSE placée au cœur du projet (suppression emballages plastiques à usage unique, 30% de réduction de l'empreinte carbone...). Afin d'assurer la modernisation/transformation digitale des marques jugées stratégiques, le groupe a annoncé l'arrêt des 3 marques (26M€ de CA FY) : La Maison du Jersey (pôle Fashion), Delaby et Jours Heureux (pôle Home & Lifestyle). Il a également réalisé une augmentation de capital de 33,5M€ fin 2020 afin de poursuivre les acquisitions dans la branche "services de santé" qui permettra in fine d'améliorer à la fois le mix produit et le profil de la société. S'appuyant déjà sur un modèle économique intégré et omnicanal, la crise sanitaire a également joué ce rôle d'accélérateur de tendance avec des ventes e-commerce en très forte progression. Néanmoins, le contexte actuel incite à la prudence. Les tensions inflationnistes qui pèsent sur les approvisionnements du groupe impactent également le moral de consommation des seniors, avec des arbitrages de consommation déjà visibles au T2 2021-22, nettement plus marqués au T3 (-12,5% tcc), et amenés à perdurer dans les prochains mois.

Valorisation

Objectif : 15,5€/action (DCF).

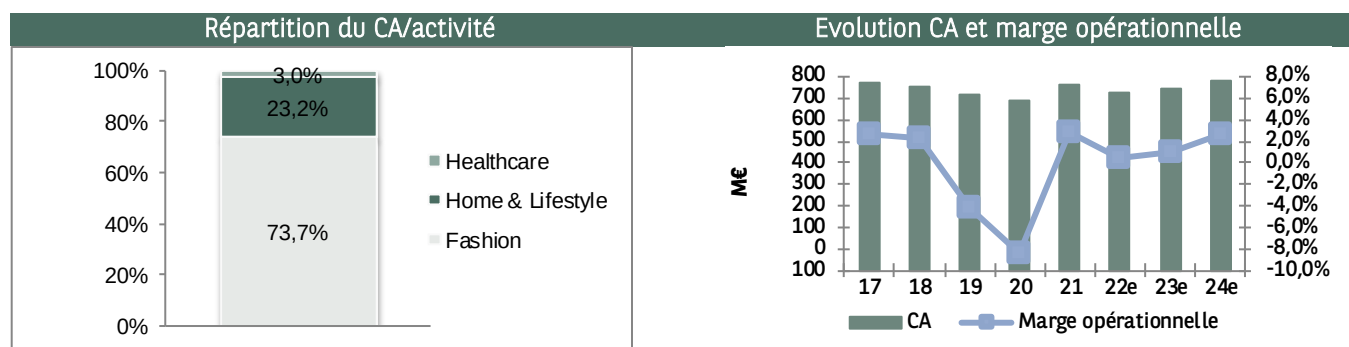
La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 10/06/2022 - 16:25 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

DAMARTEX

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	774,9	754,9	720,0	686,2	764,2	728,1	750,0	780,0
var. n/n-1	8,0%	-2,6%	-4,6%	-4,7%	11,4%	-4,7%	3,0%	4,0%
var. organique	-4,3%	-4,3%	-4,8%	-5,3%	-5,3%	-5,1%	3,0%	4,0%
EBE	35,5	27,9	13,7	18,7	53,7	34,2	39,0	53,8
ROC	23,0	16,3	1,2	-25,5	22,0	4,0	7,9	21,5
var. n/n-1	6,2%	-29,2%	-92,8%	+/-	-/+	-81,8%	96,4%	+ / + +
ROP	21,3	17,4	-30,4	-57,9	21,9	3,9	7,9	21,5
RCAI	18,9	16,5	-31,5	-60,9	21,2	3,0	6,9	20,1
IS	-2,6	-3,1	-1,9	1,6	-4,9	-0,7	-1,7	-5,0
RN Pdg publié	16,3	10,4	-34,9	-59,4	16,2	2,2	5,1	15,1
RN Pdg corrigé	17,8	9,4	-1,3	-27,8	16,4	2,3	5,1	15,1
var. n/n-1	-0,4%	-47,0%	+/-	+ / + +	- / +	-86,0%	+ / + +	+ / + +
Tmva CA 2019 / 2023e	1,0%							
Marge brute (%)	65,4%	64,8%	64,7%	64,9%	63,9%	63,7%	63,3%	64,0%
Marge opérationnelle (%)	2,7%	2,3%	-4,2%	-8,4%	2,9%	0,5%	1,1%	2,8%
Marge nette (%)	2,3%	1,3%	-0,2%	-4,1%	2,1%	0,3%	0,7%	1,9%
Taux IS (%)	13,7%	18,6%	-6,1%	2,6%	23,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	17,3%	17,5%	18,1%	18,4%	17,2%	17,0%	17,6%	17,6%
CA/effectif (K€)	220	214	220	208	232	-	-	-
var. n/n-1	-2,6%	-2,4%	2,5%	-5,1%	11,5%	-	-	-
Effectif moyen	3 530	3 524	3 278	3 292	3 289	-	-	-
var. n/n-1	11,0%	-0,2%	-7,0%	0,4%	-0,1%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	191,9	200,4	159,1	102,8	157,5	156,9	161,4	175,0
Dettes financières nettes	35,1	30,5	28,2	43,8	-25,9	-17,0	-44,1	-81,6
Autres	32,5	30,8	29,0	113,7	113,7	97,7	104,8	102,3
Capitaux investis	259,5	261,7	216,2	260,3	245,4	237,5	222,1	195,7
Immobilisations nettes	200,2	207,8	181,2	266,1	265,9	250,3	244,6	237,7
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	3,2	2,0	1,8	6,6	8,8	18,8	28,8	38,8
BFR	62,5	55,9	36,9	0,8	-11,8	6,1	6,2	-3,2
Actif économique	259,5	261,7	216,2	260,3	245,4	237,5	222,1	195,7
Gearing (%)	18,3%	15,2%	17,7%	42,7%	-16,5%	-10,9%	-27,4%	-46,7%
BFR/CA (%)	8,1%	7,4%	5,1%	0,1%	-1,5%	0,8%	0,8%	-0,4%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,0	1,1	2,1	2,3	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	8,5%	5,2%	ns	ns	10,3%	1,4%	3,2%	8,6%
ROACE (%) après IS normé	7,7%	5,4%	ns	ns	6,7%	1,2%	2,6%	7,7%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	28,7	32,9	11,0	13,7	48,7	32,4	36,3	47,5
Variation BFR	-5,2	-3,3	12,3	17,8	13,2	-17,8	-0,2	9,5
Investissements industriels	-18,9	-17,2	-17,2	-12,6	-9,2	-20,0	-17,0	-17,0
% du CA	2,4%	2,3%	2,4%	1,8%	1,2%	2,7%	2,3%	2,2%
Cash Flow Libre	4,6	12,4	6,0	18,9	52,7	-5,4	19,1	40,0
Cessions d'actifs	0,4	1,5	1,5	9,6	4,7	14,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-26,9	-0,2	-0,2	-28,6	-3,9	-10,0	-10,0	-10,0
Dividendes	-4,5	-4,5	-3,4	0,0	0,0	-2,9	-0,6	-1,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	33,5	0,0	0,0	0,0
Autres	2,2	-4,6	-1,5	-	-	-	-	-
Variation dettes financières nettes	24,3	-4,6	-2,4	15,7	-69,8	8,9	-27,1	-37,5
Dettes financières nettes	35,1	30,5	28,2	43,8	-25,9	-17,0	-44,1	-81,6



DAMARTEX

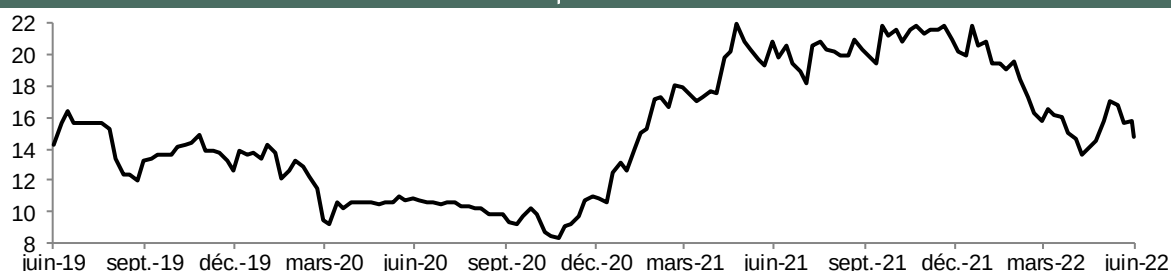
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	2,35	0,92	-3,11	-5,29	1,45	0,20	0,46	1,35
var. n/n-1	2,8%	-47,0%	+/-	+/-	-/+	-86,0%	+/-	+/-
CFPA	2,6	2,9	1,0	1,2	4,3	2,9	3,2	4,2
ANPA	17,1	17,9	14,2	9,2	14,0	14,0	14,4	15,6
Dividende net (versé en n+1)	0,65	0,65	0,00	0,00	0,40	0,09	0,20	0,00
Payout (%)	40,9%	77,2%	0,0%	0,0%	27,4%	43,0%	44,2%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	34,8%							

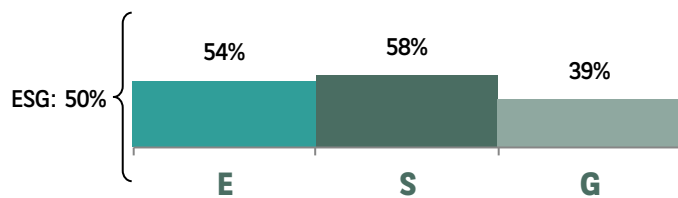
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	17,9	38,0	ns	ns	9,5	ns	32,3	11,0
PCF (x)	11,1	10,9	19,1	10,4	3,2	5,1	4,6	3,5
PAN (x)	1,7	1,8	1,3	1,4	1,0	1,1	1,0	0,9
VE/CA (x)	0,5	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1
VE/EBE (x)	10,3	14,4	17,9	10,3	2,5	4,5	3,3	1,7
VE/ROP (x)	17,2	23,1	ns	ns	6,2	ns	16,2	4,2
Free Cash Flow Yield (%)	1,4%	3,4%	2,9%	13,2%	33,8%	-3,2%	11,5%	24,1%
Rendement (%)	2,3%	2,0%	3,5%	0,0%	0,0%	2,7%	0,6%	1,4%
Capitalisation (M€)	329,9	371,7	217,2	147,5	161,1	171,7	171,7	171,7
Valeur d'Entreprise (VE)	365,0	402,2	245,3	191,3	135,2	154,6	127,5	90,0
Cours de référence (€)	28,4	32,0	18,7	12,7	13,9	14,8	14,8	14,8
Nb de titres (Mio)	11,598	11,598	11,598	11,598	11,598	11,598	11,598	11,598
Nb de titres corrigé (Mio)	11,218	11,218	11,218	11,218	11,218	11,218	11,218	11,218
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	03/07/2002							
Cours d'introduction ajusté	15,5 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22	24
CA T1	147,4	167,6	153,7	153,3	155,2	156,9	-
CA T2	256,3	241,2	231,1	232,8	247,2	244,8	-
CA S1	403,7	408,8	384,9	386,1	402,3	401,7	-
ROP S1	14,5	13,5	-1,3	3,7	15,0	9,9	-
RN pdg corrigé S1	14,7	11,6	-5,1	1,0	11,3	9,3	-
Marge opérationnelle S1	3,6%	3,3%	-0,3%	1,0%	3,7%	2,5%	-
Marge nette S1	3,6%	2,8%	-1,3%	0,3%	2,8%	2,3%	-
CA T3	205,2	187,2	180,2	162,1	195,2	173,0	-
CA T4	166,0	160,0	154,9	138,1	166,6	166,6	-
CA S2	371,2	346,1	335,1	300,1	361,8	361,8	-
ROP S2	6,8	3,2	3,1	-61,6	6,9	6,9	-
RN pdg corrigé S2	3,3	2,3	1,9	-28,9	5,0	5,0	-
Marge opérationnelle S2	1,8%	0,9%	0,9%	-20,5%	1,9%	1,9%	-
Marge nette S2	0,9%	0,7%	0,6%	-9,6%	1,4%	1,4%	-

Taux de croissance (n/n-1)							
CA T1	-5,9%	13,7%	-8,3%	-0,3%	1,2%	1,1%	-
CA T2	9,5%	-5,9%	-4,2%	0,7%	6,2%	-1,0%	-
CA T3	17,7%	-8,8%	-3,7%	-10,0%	20,4%	-11,4%	-
CA T4	9,1%	-3,6%	-3,2%	-10,9%	20,7%	-	-
CA S1	3,3%	1,3%	-5,9%	0,3%	4,2%	-0,1%	-
CA S2	13,7%	-6,8%	-3,2%	-10,4%	20,6%	-	-
ROP S1	-2,9%	-6,9%	+/-	-/+	+/-	-33,8%	-
ROP S2	20,4%	-52,3%	-4,4%	+/-	-/+	-	-

Historique de cours





DAMARTEX

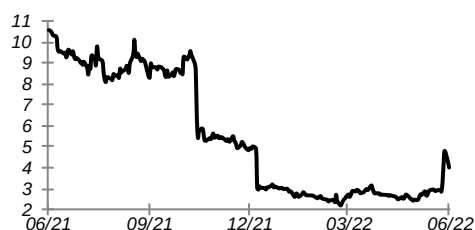
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	14,9	12,4	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	77%	Selon le management : "Index non mesurable du fait des gels de salaire".
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	72	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	4,2%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	43%	36%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	14%	9,2%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	ND	ND	ND	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	11	
Taux d'absentéisme	ND	5,0%	6,0%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	13,5	
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	Oui	Middlednext.
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	9	9	9	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	90%	90%	89%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Non	
Déclaration de la rémunération du CEO	Non	Non	Non	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	NPS.
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

DBV TECHNOLOGIES

Biotech _ Pharma



Cours : 4,01€

14 Juin 2022

Objectif : 4,80€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0010417345 / DBV
Reuters / Bloomberg	DBV.PA / DBV:FP
Indice	CAC Small
Eligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	377,0
Flottant (%)	63,2%
Nbre de Titres (Mio)	94,020
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Baker Brothers Advisors	19,0%
Braidwell LP	9,9%
CDC (BPI Part / Innobio)	7,6%
Flottant	63,2%

	21	22e	23e
Cash Flow Libre	-22,5	-51,9	-63,7
Inv. financiers	-0,1	0,0	0,0
Augmentation capital	0,8	0,0	0,0
Var Trésorerie	-118,3	-51,9	-63,7
Trésorerie nette	76,8	24,9	-38,8
Trésorerie nette/action	1,39	0,45	-0,70

Prod. d'exploitation	0,0	0,0	0,0
ROP	-98,3	-77,9	-82,9
% Prod. exploitation	ns	ns	ns
RN pdg publié	-98,1	-78,0	-83,0
% Prod. exploitation	ns	ns	ns

De retour en phase 3

Activité

DBV technologies développe des traitements contre les allergies, avec une approche basée sur l'immunothérapie épicutanée (à travers la peau) limitant fortement le passage de l'allergène à la circulation sanguine contrairement aux thérapies orales. La technologie Viaskin® développée par DBV s'applique principalement aux allergies alimentaires (arachide, lait, œuf) mais pourrait s'appliquer à d'autres troubles immunitaires.

Marché / Concurrence

D'après l'ACAAI (American College of Allergy, Asthma and Immunology), les allergies alimentaires affectent aux USA entre 4% à 6% des enfants et 4% des adultes. Seulement huit aliments sont responsables de 90% des allergies. L'arachide a l'une des plus fortes incidences (+17% entre 2010 et 2017) et impacte environ 4,6 millions d'adultes aux USA d'après une étude publiée en 2021 dans le Journal of Allergy & Clinical Immunology. À ce jour, il n'existe qu'un seul traitement contre l'allergie à l'arachide, le Palforzia®, développé par Aimmune Therapeutic (racheté par Nestlé Health Service en 2020). Le Palforzia® est autorisé depuis 2020 aux USA et en Europe mais a un profil de risque élevé car administré par voie orale contrairement à la technologie épicutanée de DBV. Nous attendons un pic des ventes de 733M€ pour Viaskin Peanut® en Europe et aux USA en cas d'obtention de l'AMM pour ses nouveaux patches.

Stratégie / Perspectives

Comme le démontrent les essais cliniques, DBV propose une solution plus sûre et mieux adaptée aux plus jeunes enfants. Toutefois, en 2020, la FDA a rejeté l'autorisation de mise sur le marché de Viaskin Peanut® destiné aux enfants de 4 à 11 ans, au motif que le patch avait des problèmes d'adhésion affectant son efficacité. La société a depuis développé un nouveau patch (mVP) qui a validé tous les tests préalables au lancement d'une nouvelle phase 3 dénommée VITESSE et dont le protocole est en cours d'élaboration avec la FDA. En Europe, DBV a souhaité retirer son dossier d'enregistrement pour se recentrer sur un seul et même patch pour les enfants de 4-11 ans. Toutefois, les résultats publiés en juin dernier de l'étude EPITOPE (phase 3) chez les 1-3 ans avec l'ancien patch confirment le profil de sécurité comme l'efficacité de la technologie Viaskin®. Cette annonce a été suivie d'une AK de 194M\$ brute au Nasdaq souscrite par de nombreux fonds spécialisés en santé. DBV dispose maintenant d'une trésorerie solide complétée par un programme ATM de 85M\$ lui permettant de se consacrer pleinement à l'étude VITESSE.

Valorisation

Approche de valorisation rNPV sur le programme Viaskin Peanut.

Nous ajustons mécaniquement notre TP à 4,80€ suite à la dilution de l'AK au Nasdaq.

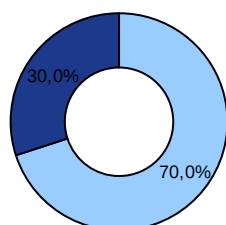
Clément Bassat, Analyste Financier
Mohamed Kaabouni

clement.bassat@bnpparibas.com

DBV TECHNOLOGIES

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-113,6	-136,3	-131,6	-143,4	-82,5	-67,6	-72,6	-82,6
Variation BFR	-0,7	136,0	134,7	126,0	60,9	16,8	10,0	10,0
Investissements industriels	-7,5	-4,8	-5,0	-2,8	-0,9	-1,1	-1,2	-1,3
Cash Flow Libre	-121,9	-5,1	-1,9	-20,3	-22,5	-51,9	-63,7	-73,8
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,3	-3,9	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,9	133,1	187,9	150,4	0,8	0,0	0,0	0,0
Autres	16,2	-146,8	-131,8	-126,8	-97,1	0,0	0,0	0,0
Variation Trésorerie	-105,1	-22,6	54,1	3,3	-118,3	-51,9	-63,7	-73,8
Trésorerie nette	160,4	137,7	191,8	195,1	76,8	24,9	-38,8	-112,6
Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Produit d'exploitation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ROP	-173,9	-190,3	-170,3	-157,7	-98,3	-77,9	-82,9	-92,9
CIR	11,2	12,6	10,9	9,9	-	-	-	-
R&D immobilisée	-	-	-	-	-	-	-	-
Frais R&D	-123,3	-119,9	-109,2	-81,9	-58,4	-47,9	-47,9	-47,9
RN Pdg publié	-177,1	-190,2	-172,5	-159,4	-98,1	-78,0	-83,0	-93,0
Frais de personnel	-	-	-	-	-	-	-	-
Effectif moyen	155	204	233	238	-	-	-	-
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	155,8	138,9	192,7	205,3	99,0	21,0	-62,0	-155,1
Autres	9,6	1,0	9,6	-7,7	16,1	16,1	16,1	16,1
Capitaux investis	165,4	139,9	202,4	197,6	115,2	37,1	-45,9	-139,0
Immobilisations nettes	25,1	30,1	66,7	64,6	31,8	22,4	13,1	3,9
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	3,6	6,9	18,5	29,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Trésorerie nette	160,4	137,7	191,8	195,1	76,8	24,9	-38,8	-112,6
BFR	-16,4	-21,0	-37,6	-32,2	13,4	-3,3	-13,3	-23,3
Actif économique	165,4	139,9	202,4	197,6	115,2	37,1	-45,9	-139,0

Valorisation NPV

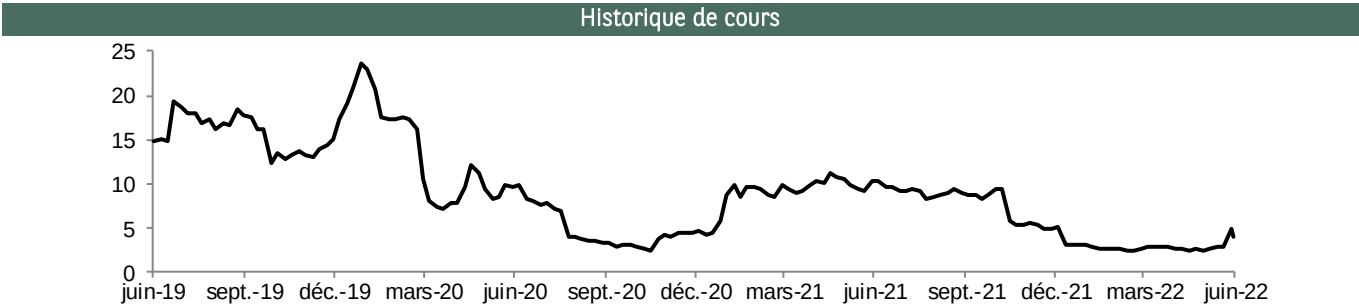
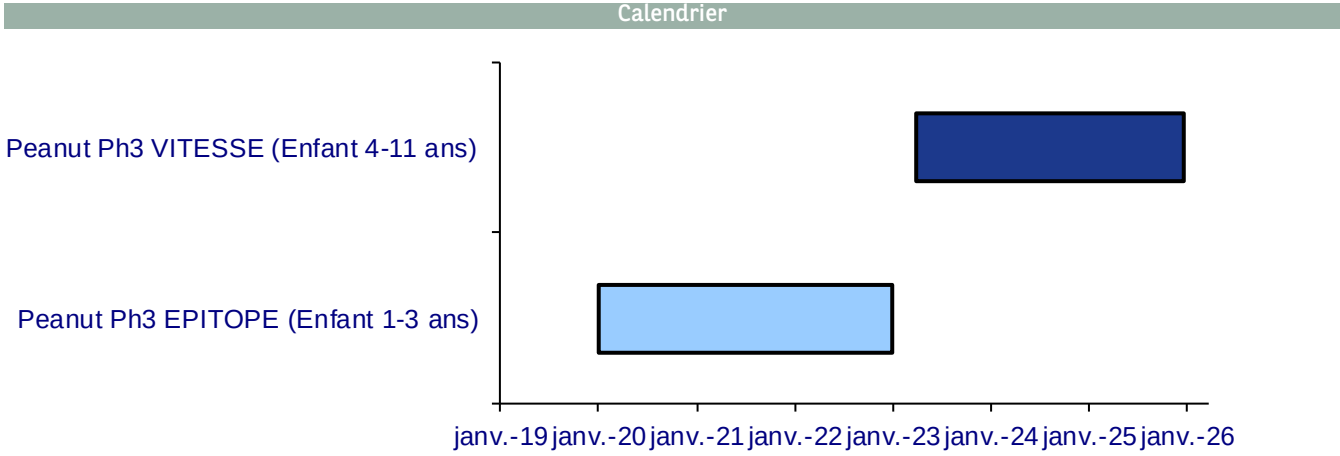


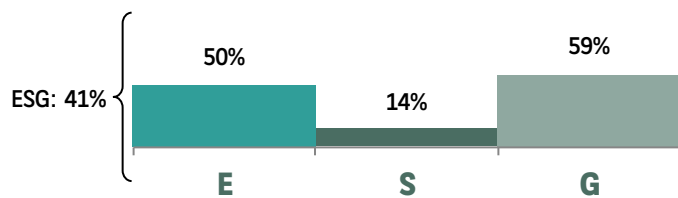
■ M€
■ Viaskin Peanut (Europe)

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Trésorerie nette / action	6,42	4,57	4,08	3,55	1,39	0,45	-0,70	-2,04
CFPA	-4,5	-4,5	-2,8	-2,6	-1,5	-1,2	-1,3	-1,5
Nb de titres (Mio)	24,991	30,158	47,029	54,929	55,096	55,096	55,096	55,096
Nb de titres corrigé (Mio)	24,991	30,158	47,029	54,929	55,096	55,096	55,096	55,096
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22	23	24
Produit d'exploitation T1	-	-	-	-	-	-	-	-
Produit d'exploitation T2	-	-	-	-	-	-	-	-
Produit d'exploitation S1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
ROP S1	-63,1	-63,1	-69,9	-88,9	-60,8	-	-	-
RN pdg publié S1	-64,3	-61,8	-70,3	-89,1	60,1	-	-	-
Trésorerie S1	-	-	-	-	-	-	-	-
Produit d'exploitation T3	-	-	-	-	-	-	-	-
Produit d'exploitation T4	-	-	-	-	-	-	-	-
Produit d'exploitation S2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
ROP S2	-110,8	-127,2	-100,5	-68,7	-37,5	-	-	-
RN pdg publié S2	-112,8	-128,3	-102,1	-70,3	-158,2	-	-	-
Trésorerie S2	-	-	-	-	-	-	-	-

DBV TECHNOLOGIES





DBV TECHNOLOGIES

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	NA	NA	NA	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	68	82	89	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	Oui	Oui	Oui	Middenext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	9	9	10	
<i>dont indépendants</i>	5	5	5	
<i>dont femmes</i>	4	4	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	95%	96%	98%	
Comité d'audit	Non	Non	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	21%	21%	21%	Baker Brothers Advisors
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	42	27	23	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	NA	NA	NA	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	NA	NA	NA	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

DELTA PLUS GROUP

Industrie



Cours : 71,70€ 14 Juin 2022

Objectif : 87,00€

RENFORCER (2)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Eligibilité PEA-PME

Euronext Growth
FR0013283108 / ALDLT
ALDLT.PA / ALDLT:FP
Euronext GROWTH
Oui

Capitalisation (M€) **527,6**
Flottant (%) 27,8%
Nbre de Titres (Mio) 7,359
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
JBP SAS 48,7%
Ivo Boscardin 10,1%
Famille Benoit 8,9%
Auto détention 2,8%

	21	22e	23e
PER	17,7	12,1	11,7
PCF	19,0	10,8	9,9
VE/CA	2,0	1,5	1,4
VE/ROP	15,1	11,3	10,1
PAN	3,0	2,2	1,9
Rendement	1,2%	1,5%	1,9%
Free Cash Flow Yield	3,0%	3,2%	8,1%
ROACE	12,5%	13,1%	12,5%

	344,2	415,9	430,4
CA	344,2	415,9	430,4
CA précédent	344,2	415,9	430,4
var. n/n-1	19,2%	20,8%	3,5%
EBE	58,6	71,1	74,5
ROC	48,1	58,3	60,4
% CA	14,0%	14,0%	14,0%
ROP	45,3	56,5	60,4
% CA	13,2%	13,6%	14,0%
RN Pdg publié	32,7	40,0	42,9
% CA	9,5%	9,6%	10,0%

	4,70	5,76	6,16
BNPA	4,70	5,76	6,16
BNPA précédent	4,70	5,76	6,16
var. n/n-1	13,1%	22,5%	7,0%
BNPA Cor	4,74	5,91	6,15
ANPA	28,1	32,7	37,4
Dividende net	1,10	1,39	1,49

	91,3	133,8	103,5
DFN	91,3	133,8	103,5

Yann de Peyrelongue, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 39

yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com

Acteur de la consolidation

Activité

Créé en 1977, Delta Plus est un acteur français majeur du secteur des Équipements de Protection Individuelle (E.P.I.). Historiquement distributeur, le groupe a internalisé la chaîne de valeur et fabrique désormais en interne 45% de sa production. Afin d'adresser au mieux ses clients distributeurs (80% BtoBtoB, 20% BtoBtoC), l'offre « one-stop shopping » a été développée, permettant de couvrir les besoins d'équipements de la tête aux pieds. Le chiffre d'affaires est relativement équitablement réparti entre le Corps (19% du CA), la Tête (21% du CA), les Pieds (25% du CA), l'Anti-chute (19% du CA) et les Mains (16% du CA).

Marché / Concurrence

Le marché des E.P.I. est estimé à c.45Mds d'euros et reste relativement peu cyclique. Il se répartit entre l'Amérique du Nord (15Md€), l'Europe (15Md€) et le reste du monde pour 15M€. Le secteur est extrêmement atomisé. Les deux premiers acteurs mondiaux cumulés (3M et Honeywell) ont une part de marché proche de 10%. De son côté et malgré sa 10^e place mondiale, Delta Plus pèse moins de 1% du marché mondial, et entre 10 et 15% sur ses marchés historiques (France / Espagne / UK / Chine).

Stratégie / Perspectives

Après avoir axé sa stratégie sur une meilleure diversification de ses ventes (anti-chute passé de 7% du CA en 2013 à 19% en 2021), Delta Plus souhaite poursuivre son développement géographique tout en consolidant ses positions locales. Cela se traduit par une politique de M&A active (167M€ de CA acquis) possible grâce à une bonne génération de trésorerie (MOC 14-14,5% / peu de capex). Son levier d'endettement reste sain (2,1x EBITDA 2022e) et lui offre toujours de la latitude pour consolider le marché. Le management ambitionne un doublement de son chiffre d'affaires tous les cinq ans (soit 15% TCAM). Pour 2022, Delta Plus anticipe une croissance organique modérée et souhaite stabiliser sa marge opérationnelle courante sur les niveaux records de c.14%.

Valorisation

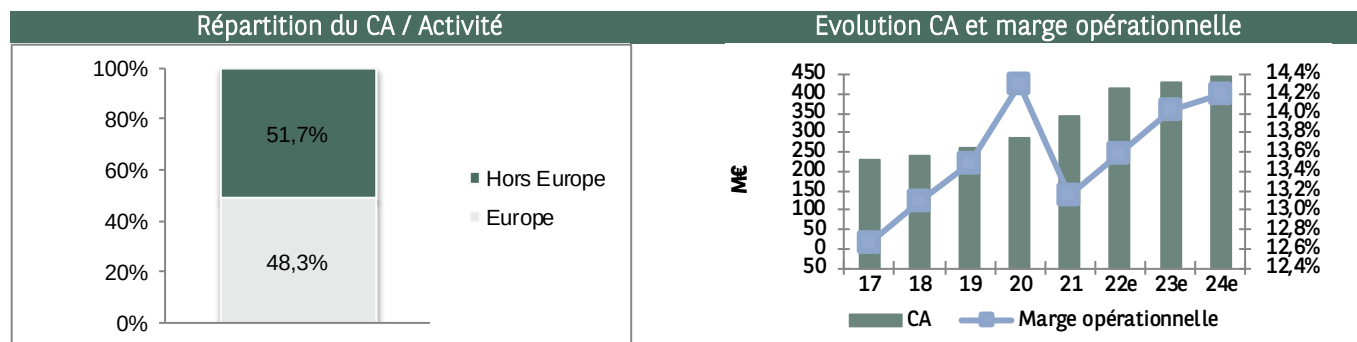
Nous valorisons Delta Plus via DCF (87€ - 10% WACC), multiples boursiers (77€ - décote 15%) et multiple cible (105€ - 14,5x EV/EBIT 2023 actualisé au CoE). Étant donné le score ESG de Delta Plus dans notre méthodologie (38%), nous appliquons une décote de 5%.

DELTA PLUS GROUP

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	229,8	240,5	263,3	288,7	344,2	415,9	430,4	447,8
var. n/n-1	17,8%	4,6%	9,5%	9,6%	19,2%	20,8%	3,5%	4,0%
var. organique	8,3%	10,7%	4,8%	6,3%	5,4%	3,5%	3,5%	4,0%
EBE	32,7	40,1	45,6	53,2	58,6	71,1	74,5	77,9
ROC	29,1	32,0	36,0	43,3	48,1	58,3	60,4	63,6
var. n/n-1	21,7%	10,0%	12,5%	20,3%	11,1%	21,1%	3,7%	5,2%
ROP	29,1	31,5	35,5	41,3	45,3	56,5	60,4	63,6
RCAI	25,0	27,5	33,4	37,3	42,8	53,2	56,9	60,9
IS	-5,9	-6,6	-6,7	-8,3	-10,1	-13,1	-14,0	-15,0
RN Pdg publié	19,0	20,9	26,7	28,9	32,7	40,0	42,9	45,9
RN Pdg corrigé	16,3	19,3	24,0	28,4	32,9	41,1	42,8	45,8
var. n/n-1	13,9%	18,5%	24,4%	18,4%	16,1%	24,8%	4,1%	7,0%
Tmva CA 2019 / 2023e	13,1%							
Marge brute (%)	52,7%	51,5%	52,1%	52,3%	52,8%	55,2%	55,8%	54,6%
Marge opérationnelle (%)	12,7%	13,1%	13,5%	14,3%	13,2%	13,6%	14,0%	14,2%
Marge nette (%)	7,1%	8,0%	9,1%	9,8%	9,6%	9,9%	9,9%	10,2%
Taux IS (%)	23,8%	24,0%	20,0%	22,4%	23,6%	24,7%	24,7%	24,6%
Frais de personnel / CA (%)	18,4%	17,6%	17,5%	18,0%	18,7%	21,6%	21,7%	21,7%
CA/effectif (K€)	-	98	107	115	121	-	-	-
var. n/n-1	-	-/+	9,3%	7,4%	5,4%	-	-	-
Effectif moyen	-	2 454	2 460	2 512	2 841	-	-	-
var. n/n-1	-	-/+	0,2%	2,1%	13,1%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	110,6	127,4	150,3	157,2	195,3	227,2	260,0	295,1
Dettes financières nettes	55,4	63,1	65,7	83,7	91,3	133,8	103,5	72,2
Autres	2,1	1,9	3,9	4,3	3,3	4,1	6,3	8,5
Capitaux investis	168,4	193,2	220,4	245,0	289,7	365,2	369,9	376,0
Immobilisations nettes	94,0	117,0	129,3	162,6	191,6	245,6	245,3	246,4
dont écarts d'acquisition	82,2	93,1	99,7	131,0	154,6	205,1	205,1	205,1
dont financières	4,7	5,1	10,1	6,7	6,4	6,4	6,4	6,4
BFR	74,4	76,1	91,1	82,4	98,1	119,6	124,6	129,6
Actif économique	168,4	193,2	220,4	245,0	289,7	365,2	369,9	376,0
Gearing (%)	50,0%	49,2%	43,6%	53,3%	46,8%	58,9%	39,8%	24,4%
BFR/CA (%)	32,4%	31,7%	34,6%	28,5%	28,5%	28,8%	29,0%	29,0%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,7	1,6	1,4	1,6	1,6	1,9	1,4	0,9
ROE (%)	17,2%	16,4%	17,8%	18,4%	16,7%	17,6%	16,5%	15,5%
ROACE (%) après IS normé	12,5%	12,5%	12,4%	12,8%	12,5%	13,1%	12,5%	13,0%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	22,6	25,3	31,3	36,0	30,8	46,4	50,5	53,7
Variation BFR	-8,9	-5,5	-11,1	6,9	-7,2	-21,5	-5,0	-5,0
Investissements industriels	-2,6	-13,5	-4,9	-3,5	-6,0	-9,0	-5,2	-6,7
% du CA	1,1%	5,6%	1,9%	1,2%	1,7%	2,2%	1,2%	1,5%
Cash Flow Libre	11,1	6,2	15,2	39,4	17,6	15,9	40,3	42,0
Cessions d'actifs	-25,2	-6,8	-7,1	-54,4	-16,9	-50,5	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,7	-0,1	-3,6	2,7	-0,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-4,2	-4,4	-5,1	-5,1	-7,2	-7,9	-9,9	-10,7
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-2,3	-2,5	-2,2	-0,7	-0,9	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	21,3	7,6	2,7	18,0	7,6	42,5	-30,3	-31,3
Dettes financières nettes	-6,0	1,7	4,4	22,3	29,9	72,5	42,1	10,8



DELTA PLUS GROUP

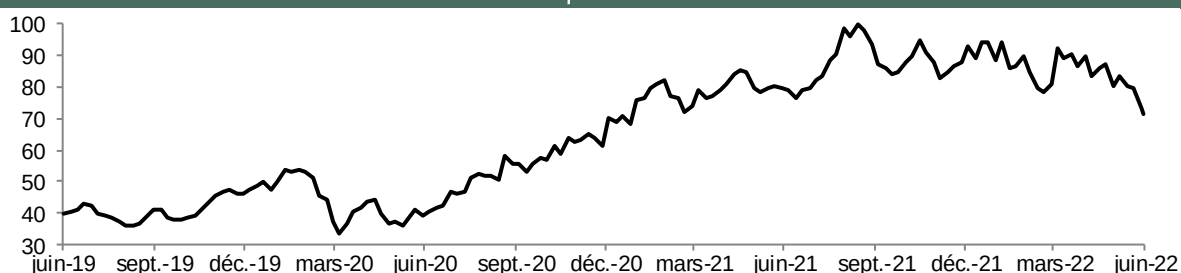
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	3,76	3,10	3,84	4,16	4,70	5,76	6,16	6,59
var. n/n-1	-19,8%	-11,1%	20,8%	18,4%	16,1%	24,8%	4,1%	7,0%
CFPA	4,5	3,7	4,5	5,2	4,4	6,7	7,3	7,7
ANPA	21,8	18,9	21,6	22,6	28,1	32,7	37,4	42,4
Dividende net (versé en n+1)	0,60	0,70	0,70	1,00	1,10	1,39	1,49	1,60
Payout (%)	18,7%	24,5%	20,3%	24,5%	23,2%	23,5%	24,3%	24,3%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	15,6%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	12,7%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	12,7	16,2	11,6	12,3	17,7	12,1	11,7	10,9
PCF (x)	9,1	12,4	8,9	9,7	19,0	10,8	9,9	9,3
PAN (x)	1,9	2,5	1,8	2,2	3,0	2,2	1,9	1,7
VE/CA (x)	1,5	1,6	1,3	1,5	2,0	1,5	1,4	1,3
VE/EBE (x)	10,5	9,7	7,5	8,2	11,7	9,0	8,2	7,4
VE/ROP (x)	11,8	12,4	9,6	10,6	15,1	11,3	10,1	9,1
Free Cash Flow Yield (%)	5,4%	2,0%	5,5%	11,3%	3,0%	3,2%	8,1%	8,4%
Rendement (%)	1,4%	1,3%	1,8%	1,4%	1,2%	1,5%	1,9%	2,1%
Capitalisation (M€)	293,3	331,1	285,8	359,7	601,1	513,2	513,2	513,2
Valeur d'Entreprise (VE)	344,3	389,9	342,0	436,5	685,8	640,7	610,4	579,2
Cours de référence (€)	40,8	46,3	39,9	50,3	84,0	71,7	71,7	71,7
Nb de titres (Mio)	7,184	7,151	7,157	7,157	7,157	7,157	7,157	7,157
Nb de titres corrigé (Mio)	5,064	6,751	6,953	6,956	6,956	6,956	6,956	6,956
% de la dilution	-27,1%	-2,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	01/07/1999							
Cours d'introduction ajusté	-							

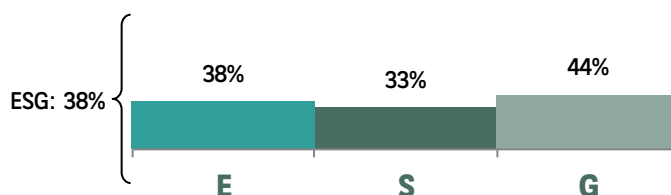
Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	54,1	55,1	59,4	67,7	81,5	99,2
CA T2	54,3	60,5	63,3	69,3	85,3	
CA S1	108,4	115,6	122,7	137,0	166,8	
ROP S1	13,0	14,6	16,2	20,2	21,2	
RN pdg corrigé S1	7,9	9,2	11,7	13,3	14,7	
Marge opérationnelle S1	12,0%	12,7%	13,2%	14,7%	12,7%	
Marge nette S1	7,3%	8,0%	9,6%	9,7%	8,8%	
CA T3	52,7	57,7	64,1	72,0	80,7	
CA T4	68,7	69,4	76,5	79,7	96,7	
CA S2	121,3	124,9	140,6	151,7	177,4	
ROP S2	16,1	17,2	19,4	21,1	24,1	
RN pdg corrigé S2	11,1	12,1	15,1	15,6	18,0	
Marge opérationnelle S2	13,3%	13,8%	13,8%	13,9%	13,6%	
Marge nette S2	9,1%	9,7%	10,7%	10,3%	10,1%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	21,8%	1,8%	7,8%	14,0%	20,4%	21,7%
CA T2	9,3%	11,4%	4,6%	9,5%	23,1%	
CA T3	14,6%	9,5%	11,1%	12,3%	12,1%	
CA T4	25,1%	1,0%	10,2%	4,2%	21,3%	
CA S1	15,2%	6,6%	6,2%	11,6%	21,8%	
CA S2	20,3%	2,9%	12,5%	7,9%	16,9%	
ROP S1	16,9%	12,7%	11,0%	24,3%	5,0%	
ROP S2	23,0%	7,2%	12,2%	8,9%	14,3%	

Historique de cours



DELTA PLUS GROUP



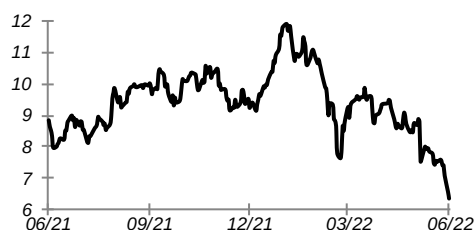
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	non	non	non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	non	non	non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	non	non	non	
Certification 14001	oui	oui	oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	ND	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	29%	15%	40%	Effectif EAE
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	non	non	non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	oui	oui	oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	non	non	non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	4 415	22 076	18 397	
Taux d'absentéisme	1,6%	1,7%	1,2%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	9,0	8,0	6,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	oui	oui	oui	Middenext : 19/22 (manque relatif au membre indépendant)
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	non	non	non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	4	3	3	
<i>dont indépendants</i>	1	0	0	
<i>dont femmes</i>	1	1	1	
Administrateur représentant les salariés au CA	non	non	non	
Assiduité des membres du CA	96%	100%	100%	
Comité d'audit	oui	oui	oui	
Comité des risques	non	non	non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	non	non	non	
Comité RSE	oui	oui	oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	oui	oui	oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	69%	70%	70%	La famille BENOIT et la société JBP SAS (holding familiale détenue par les membres de la famille BENOIT), actionnaires agissant de concert, détiennent 69,2 % des droits de vote exerçables à l'Assemblée Générale
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	oui	oui	oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	oui	oui	oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	non	non	non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	Disponible pour la holding (2,87x)
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	oui	oui	oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	oui	oui	oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	94%	93%	93%	VERAN , Associés et TALENZ ARES AUDIT



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

DERICHEBOURG

Energie



Cours : 6,35€

14 Juin 2022

Objectif : 13,80€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000053381 / DBG-FR
Reuters / Bloomberg	DBG.S.PA / DBG:FP
Indice	CAC Small
Éligibilité PEA-PME	Non

Capitalisation (M€)	1 012,2
Flottant (%)	53,9%
Nbre de Titres (Mio)	159,397
Date de clôture	30-Sep

Actionnariat	
Famille Derichebourg	41,3%
Norges Bank Investment Managem	3,7%
Salariés et Autocontrôle	1,1%
Public	53,9%

	21	22e	23e
PER	6,2	4,6	5,1
PCF	3,5	2,5	2,8
VE/CA	0,4	0,3	0,3
VE/ROP	5,2	4,0	4,2
PAN	1,5	1,3	1,1
Rendement	0,0%	5,0%	6,0%
Free Cash Flow Yield	22,2%	25,9%	16,9%
ROACE	19,8%	23,7%	19,5%

CA	3 616,3	4 966,0	4 677,8
CA précédent	3 616,3	4 966,0	4 677,8
var. n/n-1	46,8%	37,3%	-5,8%
EBE	388,3	488,3	455,0
ROC	263,2	337,3	293,4
% CA	7,3%	6,8%	6,3%
ROP	262,7	337,3	293,4
% CA	7,3%	6,8%	6,3%
RN Pdg publié	174,0	225,6	196,3
% CA	4,8%	4,5%	4,2%

BNPA	1,09	1,42	1,23
BNPA précédent	1,09	1,42	1,23
var. n/n-1	713,1%	29,7%	-13,0%
BNPA Cor	1,10	1,37	1,24
ANPA	4,4	4,9	5,7
Dividende net	0,32	0,38	0,40

DFN	195,9	239,2	128,5

Nicolas Montel, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 59 10
nicolas.montel@bnpparibas.com

Portées par les cours des métaux

Activité

Derichebourg est l'un des leaders européens du recyclage de métaux et un acteur important des services aux entreprises en France. L'activité de recyclage de métaux (68% du CA), constitue l'essentiel de la division Service à l'environnement (76% du CA, 92% du ROC). Le pôle Multiservices (24% du CA, 8% du ROC) regroupe des activités de services dans l'industrie (nettoyage et maintenance, sous-traitance dans l'aéronautique et l'industrie nucléaire), dans le secteur tertiaire (nettoyage, maintenance, génie électrique et mécanique), dans les ressources humaines et l'intérim et dans la gestion des espaces urbains. Le groupe a récemment pris une participation de 19,6% au capital d'Elior, le n°3 européen et n°5 américain du marché de la restauration collective.

Marché / Concurrence

La demande mondiale des principaux métaux recyclés est estimée à 565Mt qui se répartissent entre 500Mt de ferraille, ~30Mt d'aluminium, ~29Mt d'acier inoxydable et ~6Mt de cuivre. Du fait de l'utilisation croissante de métaux recyclés pour la production de métaux, ce marché connaît une progression plus forte que celui des minerais servant historiquement à la production de métaux. Dans cette activité, les principaux concurrents de Derichebourg sont SIMS Metal, ChiHo, EMR Recycling, et Scholz. Le marché des activités Multiservices est particulièrement vaste et connaît une forte croissance sous l'effet du mouvement d'externalisation de ces services par les entreprises et les municipalités. Par rapport à ses concurrents, les activités de Derichebourg dans ces secteurs sont de tailles relativement modestes par rapport à ses principaux concurrents.

Stratégie / Perspectives

Pour accélérer sa croissance, le groupe mise sur les opérations de croissance externe. Après avoir acquis en 2020, le n°2 du recyclage de métaux en Espagne (Lyrsa), le groupe a récemment racheté le n°2 français du secteur Ecore (1 387M€ de CA, 7,8% de marge d'EBITDA). Le groupe souhaite également faire croître ses activités Multiservices (comme le prouve sa récente prise de participation dans Elior) afin de compenser la cyclicité et l'intensité capitalistique de ses activités à forte marge dans les métaux par le caractère défensif des activités de services aux entreprises à faible marge mais à faible intensité capitalistique. Porté par les hausses des cours des métaux et de ses marges, le CA a crû de 54% sur le S1 21/22 pour un EBITDA en progression de 45%. La société n'a pas communiqué de guidance. Sur le reste de l'année le groupe reste prudent sur l'évolution de ses volumes. Les bons résultats du S1 couplés à des prix des métaux qui restent élevés sur la 2^e partie de l'exercice devraient permettre à la société d'afficher de nouveaux résultats record sur l'ensemble de 2022.

Valorisation

Notre valorisation par les DCF fait ressortir un important potentiel d'appréciation. Après la forte baisse du titre sans doute liée à la prise de participation dans Elior, le marché ne semble plus valoriser l'impact positif du rachat d'Ecore (réalisé sur des multiples attractifs) ni les perspectives favorables à moyen/long termes du groupe (utilisation croissante de la ferraille dans la production d'acier).

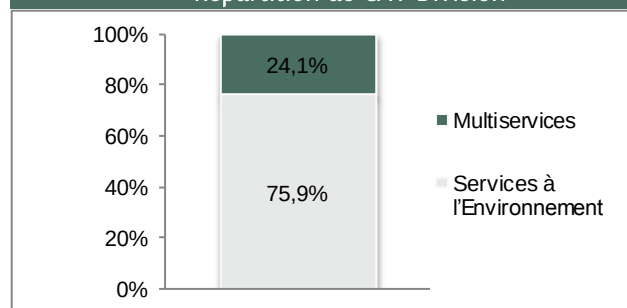
DERICHEBOURG

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	2 731,1	2 919,7	2 705,0	2 464,1	3 616,3	4 966,0	4 677,8	4 859,5
var. n/n-1	27,2%	6,9%	-7,4%	-8,9%	46,8%	37,3%	-5,8%	3,9%
var. organique	27,2%	6,9%	-7,4%	-8,9%	46,8%	37,3%	-5,8%	3,9%
EBE	202,7	202,1	191,2	181,3	388,3	488,3	455,0	497,9
ROC	122,4	118,3	103,2	62,4	263,2	337,3	293,4	332,7
var. n/n-1	+ / ++	-3,3%	-12,8%	-39,5%	+ / ++	28,1%	-13,0%	13,4%
ROP	122,5	96,3	97,5	56,2	262,7	337,3	293,4	332,7
RCAI	103,4	83,4	87,0	41,6	246,5	307,9	278,0	326,5
IS	-27,5	-16,3	-30,5	-19,5	-71,3	-88,8	-80,2	-94,2
RN Pdg publié	76,0	71,1	55,6	21,4	174,0	225,6	196,3	230,8
RN Pdg corrigé	76,0	81,4	60,2	25,4	175,6	219,1	197,8	232,3
var. n/n-1	+ / ++	7,1%	-26,0%	-57,8%	+ / ++	24,8%	-9,7%	17,4%
Tmva CA 2019 / 2023e	14,7%							
Marge brute (%)	53,0%	51,0%	55,3%	56,0%	47,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Marge opérationnelle (%)	4,5%	3,3%	3,6%	2,3%	7,3%	6,8%	6,3%	6,8%
Marge nette (%)	2,8%	2,8%	2,2%	1,0%	4,9%	4,4%	4,2%	4,8%
Taux IS (%)	26,6%	19,5%	35,1%	46,9%	28,9%	28,9%	28,9%	28,9%
Frais de personnel / CA (%)	1,9%	1,9%	1,9%	2,0%	1,4%	-	-	-
CA/effectif (K€)	75	74	73	58	87	-	-	-
var. n/n-1	18,4%	-1,1%	-0,9%	-20,6%	50,0%	-	-	-
Effectif moyen	36 449	39 408	36 833	42 241	41 337	-	-	-
var. n/n-1	7,5%	8,1%	-6,5%	14,7%	-2,1%	-	-	-

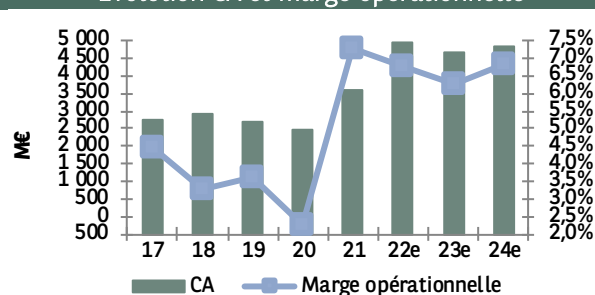
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	459,6	507,9	523,3	521,6	699,4	773,9	909,7	1 076,7
Dettes financières nettes	110,9	95,1	125,0	341,1	195,9	239,2	128,5	-31,0
Autres	35,1	28,8	41,9	58,3	67,1	32,3	32,3	32,3
Capitaux investis	608,5	635,6	693,1	923,6	966,2	1 055,8	1 082,4	1 091,4
Immobilisations nettes	734,4	768,1	829,1	1 010,2	1 040,1	1 264,5	1 273,7	1 286,5
dont écarts d'acquisition	219,1	217,9	227,7	261,1	266,2	394,8	394,8	394,8
dont financières	58,9	63,1	54,2	53,7	51,1	92,3	92,3	92,3
BFR	-67,0	-69,4	-81,8	-32,9	-22,8	-116,4	-98,9	-102,8
Actif économique	608,5	635,6	693,1	923,6	966,2	1 055,8	1 082,4	1 091,4
Gearing (%)	24,0%	18,6%	23,8%	65,1%	27,9%	30,5%	13,9%	-2,8%
BFR/CA (%)	-2,5%	-2,4%	-3,0%	-1,3%	-0,6%	-2,3%	-2,1%	-2,1%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,5	0,5	0,7	1,9	0,5	0,5	0,3	ns
ROE (%)	16,5%	14,0%	10,6%	4,1%	24,9%	29,2%	21,6%	21,4%
ROACE (%) après IS normé	15,0%	12,5%	9,5%	3,7%	19,8%	23,7%	19,5%	21,8%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	154,8	147,9	155,1	137,9	312,4	403,7	359,4	397,5
Variation BFR	9,3	10,6	0,9	27,3	-0,8	15,8	-17,4	3,8
Investissements industriels	-71,8	-90,1	-89,5	-70,1	-71,5	-157,0	-170,8	-178,1
% du CA	2,6%	3,1%	3,3%	2,8%	2,0%	3,2%	3,7%	3,7%
Cash Flow Libre	92,3	68,4	66,5	95,1	240,1	262,5	171,2	223,3
Cessions d'actifs	15,2	4,5	16,9	8,3	4,6	132,5	0,0	0,0
Investissements financiers	1,7	0,6	-4,6	-161,8	-6,5	-277,3	0,0	0,0
Dividendes	-3,0	-22,9	-22,4	-17,5	0,0	-51,0	-60,6	-63,8
Augmentation de capital	-46,6	0,0	-16,9	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	54,6	-34,8	-69,4	-140,1	-93,0	-109,9	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-114,2	-15,8	29,9	216,1	-145,2	43,3	-110,6	-159,6
Dettes financières nettes	110,9	95,1	125,0	341,1	195,9	239,2	128,5	-31,0

Répartition du CA / Division



Evolution CA et marge opérationnelle



DERICHEBOURG

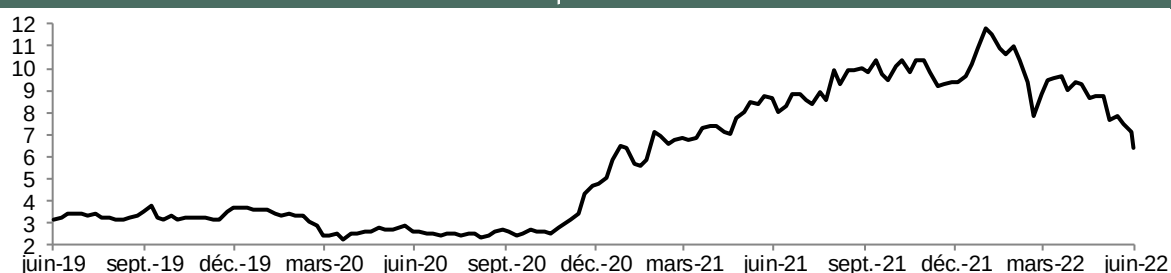
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,46	0,43	0,35	0,13	1,09	1,42	1,23	1,45
var. n/n-1	+ / ++	7,1%	-24,0%	-57,8%	+ / ++	24,8%	-9,7%	17,4%
CFPA	0,9	0,9	1,0	0,9	2,0	2,5	2,3	2,5
ANPA	2,8	3,1	3,3	3,3	4,4	4,9	5,7	6,8
Dividende net (versé en n+1)	0,14	0,14	0,11	0,00	0,32	0,38	0,40	0,42
Payout (%)	30,2%	28,2%	29,1%	0,0%	29,1%	27,7%	32,2%	28,8%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	34,6%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	23,4%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	11,4	14,1	9,7	18,2	6,2	4,6	5,1	4,4
PCF (x)	5,6	7,8	3,8	3,3	3,5	2,5	2,8	2,5
PAN (x)	1,9	2,3	1,1	0,9	1,5	1,3	1,1	0,9
VE/CA (x)	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2
VE/EBE (x)	5,1	6,5	4,0	4,9	3,5	2,8	2,7	2,2
VE/ROP (x)	8,5	13,6	7,9	15,7	5,2	4,0	4,2	3,2
Free Cash Flow Yield (%)	10,7%	5,9%	11,4%	20,6%	22,2%	25,9%	16,9%	22,1%
Rendement (%)	0,4%	2,0%	3,8%	3,8%	0,0%	5,0%	6,0%	6,3%
Capitalisation (M€)	866,0	1 150,5	584,3	461,3	1 081,7	1 012,2	1 012,2	1 012,2
Valeur d'Entreprise (VE)	1 039,7	1 306,7	772,8	881,2	1 361,6	1 343,0	1 233,9	1 075,8
Cours de référence (€)	5,3	7,0	3,7	2,9	6,8	6,4	6,4	6,4
Nb de titres (Mio)	163,879	163,879	159,397	159,397	159,397	159,397	159,397	159,397
Nb de titres corrigé (Mio)	163,879	163,879	159,397	159,397	159,397	159,397	159,397	159,397
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	19/01/1995							
Cours d'introduction ajusté	-							

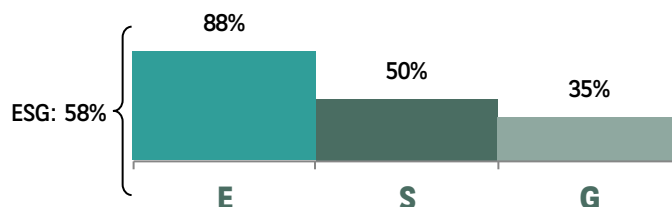
Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22	24
CA T1	-	-	-	-	-	959,4	-
CA T2	-	-	-	-	-	1 588,3	-
CA S1	1 340,3	1 458,5	1 375,9	1 302,2	1 649,9	2 547,7	-
ROP S1	52,6	49,7	48,1	41,9	115,5	171,3	-
RN pdg corrigé S1	30,3	38,7	32,9	17,4	73,3	119,5	-
Marge opérationnelle S1	3,9%	3,4%	3,5%	3,2%	7,0%	6,7%	-
Marge nette S1	2,3%	2,7%	2,4%	1,3%	4,4%	4,7%	-
CA T3	-	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-	-
CA S2	1 390,8	1 461,2	1 329,1	1 162,5	1 966,4	-	-
ROP S2	69,9	46,6	49,4	25,8	147,2	-	-
RN pdg corrigé S2	45,7	42,7	27,3	20,0	102,3	-	-
Marge opérationnelle S2	5,0%	3,2%	3,7%	2,2%	7,5%	-	-
Marge nette S2	3,3%	2,9%	2,1%	1,7%	5,2%	-	-

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>							
CA T1	-	-	-	-	-	- / +	-
CA T2	-	-	-	-	-	- / +	-
CA T3	-	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-	-
CA S1	32,5%	8,8%	-5,7%	-5,4%	26,7%	54,4%	-
CA S2	22,4%	5,1%	-9,0%	-12,5%	69,1%	-	-
ROP S1	+ / ++	-5,5%	-3,2%	-12,9%	+ / ++	48,3%	-
ROP S2	+ / ++	-33,3%	6,0%	-47,9%	+ / ++	-	-

Historique de cours



DERICHEBOURG



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	52,0	68,7	56,8	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Oui	Oui	Oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	59,8% des sites en 2021
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	55%	62%	62%	
Index égalité salariale femmes / hommes	70	80	83	Données Multiservices, sur la division Environnement, seuls les index du siège étaient calculables avec comme résultats 88/100
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	Signataire de la Charte de la diversité au sein de l'Union européenne
Part des personnes en situation de handicap	6,2%	6,7%	7,2%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	2,6%	5,8%	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	Signataire de la Charte de la diversité au sein de l'Union européenne
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	1 689 613	1 787 215	1 410 000	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	Pas de données consolidées niveau groupe
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	34,6	27,8	27,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	Oui	Respect du code Afep-Medef
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	8	8	8	
<i>dont indépendants</i>	4	4	4	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	75%	83%	83%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	58%	58%	58%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	19,8	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	Oui dans les activités Multiservices
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	Oui dans les activités Multiservices
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	97%	94%	81%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

DONTNOD

Loisirs



Cours : 10,45€ 14 Jun 2022

Objectif : 16,10€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0013331212 / ALDNE
Reuters / Bloomberg ALDNE:FP / ALDNE:FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **88,2**
Flottant (%) 39,8%
Nbre de Titres (Mio) 8,443
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Kostadin Yanev 33,8%
Tencent 22,3%
Oskar Guilbert et employés 4,1%
Flottant 39,8%

	21	22e	23e
PER	ns	44,3	27,6
PCF	22,4	17,2	5,3
VE/CA	7,1	4,8	2,7
VE/ROP	ns	22,2	16,5
PAN	1,5	1,1	1,0
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-9,2%	-17,0%	-9,4%
ROACE	ns	5,5%	6,4%

	10,5	10,4	21,6
CA	10,5	10,4	21,6
CA précédent	10,5	10,4	21,6
var. n/n-1	-22,2%	-0,6%	107,0%
EBE	5,8	6,0	18,4
ROC	-3,4	2,6	3,9
% CA	-32,8%	24,6%	17,9%
ROP	-3,4	2,2	3,5
% CA	-32,0%	21,5%	16,4%
RN Pdg publié	-3,3	2,1	3,4
% CA	-31,0%	20,6%	16,0%

	-0,39	0,24	0,38
BNPA	-0,39	0,24	0,38
BNPA précédent	-0,39	0,24	0,38
var. n/n-1	ns	ns	60,4%
BNPA Cor	-0,39	0,24	0,38
ANPA	10,1	9,6	10,0
Dividende net	0,00	0,00	0,00

	-54,3	-38,3	-29,6
DFN	-54,3	-38,3	-29,6

Maxence Dhoury, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 12
maxence.dhoury@bnpparibas.com

Dernière année de transition vers le nouveau cycle

Activité

Don't Nod est un studio de jeux vidéo PC/Consoles spécialisé dans les jeux narratifs, dans lesquels les choix du joueur influencent la suite de l'histoire. Propulsé sur le devant de la scène en 2015 grâce au grand succès commercial et critique du jeu *Life is Strange*, Don't Nod a depuis affirmé son identité et entrepris une stratégie de croissance, notamment accélérée par son introduction en bourse en 2018 puis deux augmentations de capital en 2020 et 2021 pour un total de 57M€ dont 30M€ apportés par le géant chinois Tencent.

Marché / Concurrence

Le secteur a profité à plein d'une demande accrue par la crise sanitaire, avec des consommateurs encouragés à rester chez eux et une capacité de distribution préservée grâce aux stores dématérialisés. Le recours prolongé au télétravail a néanmoins pesé sur la productivité des développements, avec un risque accru de décalage. Au-delà de ce phénomène passager, nous considérons que le contexte est durablement porteur. Les jeux vidéo deviennent en effet de plus en plus accessibles avec la multiplication des plateformes tandis qu'une transition démographique devrait augmenter le nombre de joueurs pendant encore plusieurs décennies selon nous.

Stratégie / Perspectives

Don't Nod conduit une évolution ambitieuse de son business-model. En prenant à sa charge une partie croissante des budgets de développement de ses jeux, il augmente sa prise de risque financier mais conservera une part plus grande de la valeur à l'avenir, ce qui se traduira par des revenus significatifs en cas de réussite commerciale. Cette propriété plus importante va également s'appliquer sur un nombre croissant de titres. Après une phase de montée en puissance, Don't Nod sera donc à l'avenir capable de sortir près de deux jeux par an, voire plus avec l'ajout de jeux tiers édités par Don't Nod (deux projets déjà signés depuis 2021). Ce rythme procurera un newsflow régulier et permettra de diversifier le risque commercial. Ce virage vers la coproduction et l'autoédition implique une phase actuelle d'investissement, compte-tenu des cycles de développement de 3-4 ans, mais devrait commencer à porter ses fruits à partir de 2023. À plus court-terme, 2022 fera office de dernière année de transition avant le premier cycle du nouveau business et l'exercice sera marqué par la sortie le 1^{er} septembre sur Switch et PC de Gerda : *A Flame in Winter*, jeu tiers au budget modéré développé par le studio danois PortaPlay mais édité par Don't Nod.

Valorisation

Le marché semble avoir perdu patience avec le titre mais nous continuons de croire dans la capacité du groupe à créer de la valeur sur ses investissements, et donc au potentiel du titre sur les niveaux actuels.

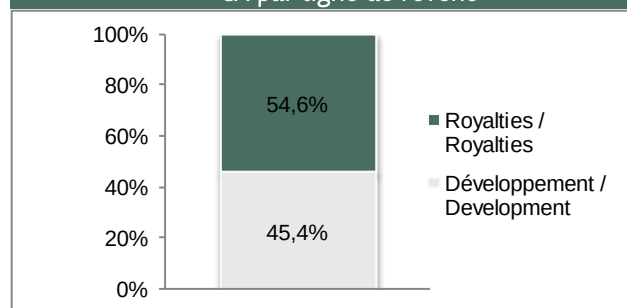
DONTNOD

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	9,7	14,3	13,9	13,5	10,5	10,4	21,6	26,2
var. n/n-1	33,6%	48,2%	-2,7%	-3,1%	-22,2%	-0,6%	+/++	21,1%
var. organique	33,6%	48,2%	-2,7%	-3,1%	-22,2%	-0,6%	107,0%	21,1%
EBE	2,7	3,8	3,3	4,4	5,8	6,0	18,4	27,5
ROC	2,5	1,9	0,8	1,5	-3,4	2,6	3,9	8,7
var. n/n-1	3,2%	-22,9%	-58,7%	94,5%	+/-	-/+	50,7%	+/++
ROP	2,2	0,7	0,0	1,0	-3,4	2,2	3,5	8,4
RCAI	2,1	0,5	-0,1	1,0	-3,2	2,1	3,4	8,3
IS	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
RN Pdg publié	2,1	0,5	-0,1	1,0	-3,3	2,1	3,4	8,3
RN Pdg corrigé	2,1	0,5	-0,1	1,0	-3,3	2,1	3,4	8,3
var. n/n-1	+/++	-77,0%	+/-	-/+	+/-	-/+	60,4%	+/++
Tmva CA 2019 / 2023e	11,6%							
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	23,0%	4,6%	0,0%	7,3%	-32,0%	21,5%	16,4%	31,9%
Marge nette (%)	22,0%	3,4%	-0,6%	7,0%	-31,0%	20,6%	16,0%	31,5%
Taux IS (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-3,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Frais de personnel / CA (%)	63,9%	70,4%	102,4%	127,3%	178,1%	205,4%	118,6%	102,4%
CA/effectif (K€)	94	84	66	58	41	-	-	-
var. n/n-1	7,6%	-10,7%	-21,5%	-11,1%	-30,4%	-	-	-
Effectif moyen	103	171	212	231	258	-	-	-
var. n/n-1	24,1%	66,0%	24,0%	9,0%	11,7%	-	-	-

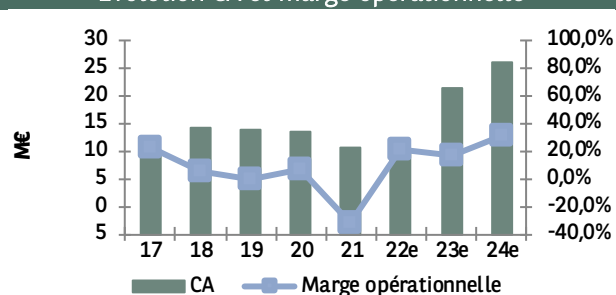
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	0,6	33,0	32,9	40,2	85,6	87,8	91,2	99,5
Dettes financières nettes	4,3	-22,2	-15,4	-17,2	-54,3	-38,3	-29,6	-24,6
Autres	0,2	1,4	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Capitaux investis	5,1	12,2	17,8	23,6	31,5	49,7	61,9	75,1
Immobilisations nettes	4,6	7,3	15,7	22,6	29,9	46,5	57,7	70,7
dont écarts d'acquisition	0,0	3,0	2,6	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0
dont financières	0,1	0,3	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9
BFR	0,7	5,1	4,1	3,0	3,5	5,1	6,1	6,3
Actif économique	5,1	12,2	17,8	23,6	31,5	49,7	61,9	75,1
Gearing (%)	685,4%	-67,3%	-46,9%	-42,7%	-63,5%	-43,7%	-32,4%	-24,7%
BFR/CA (%)	6,8%	35,7%	29,6%	21,9%	33,7%	48,4%	28,1%	24,0%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,6	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	1,5%	ns	2,4%	ns	2,4%	3,8%	8,3%
ROACE (%) après IS normé	67,1%	7,7%	ns	4,8%	ns	5,5%	6,4%	12,2%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	2,6	3,1	3,2	4,1	5,7	5,5	17,9	27,1
Variation BFR	-1,4	-4,9	1,0	1,2	-0,7	-1,5	-1,0	-0,2
Investissements industriels	-2,5	-1,0	-9,7	-10,5	-16,9	-20,2	-25,9	-32,1
% du CA	26,1%	6,8%	69,5%	77,8%	160,8%	194,0%	119,6%	122,5%
Cash Flow Libre	-1,3	-2,8	-5,5	-5,2	-11,9	-16,2	-8,9	-5,2
Cessions d'actifs	0,0	0,1	0,4	0,6	0,4	0,2	0,2	0,2
Investissements financiers	0,0	0,1	-1,7	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	25,0	0,0	6,4	48,6	0,0	0,0	0,0
Autres	0,1	4,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	1,2	-26,5	6,8	-1,8	-37,1	16,0	8,7	5,0
Dettes financières nettes	4,3	-22,2	-15,4	-17,2	-54,3	-38,3	-29,6	-24,6

CA par ligne de revenu



Evolution CA et marge opérationnelle



DONTNOD

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1,85	0,10	-0,02	0,18	-0,39	0,24	0,38	0,90
var. n/n-1	-/+	-94,3%	+/-	-/+	+/-	-/+	60,4%	+/>+
CFPA	2,3	0,7	0,7	0,8	0,7	0,6	2,0	3,0
ANPA	0,5	7,1	7,0	7,8	10,1	9,6	10,0	10,9
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	29,8%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	-	-	-	ns	ns	44,3	27,6	11,5
PCF (x)	-	-	-	20,6	22,4	17,2	5,3	3,5
PAN (x)	-	-	-	2,1	1,5	1,1	1,0	1,0
VE/CA (x)	-	-	-	5,0	7,1	4,8	2,7	2,4
VE/EBE (x)	-	-	-	15,5	12,7	8,4	3,2	2,3
VE/ROP (x)	-	-	-	ns	ns	22,2	16,5	7,6
Free Cash Flow Yield (%)	-	-	-	-6,2%	-9,2%	-17,0%	-9,4%	-5,5%
Rendement (%)	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	-	-	-	85,0	128,6	88,2	88,2	88,2
Valeur d'Entreprise (VE)	-	-	-	67,8	74,3	49,9	58,6	63,6
Cours de référence (€)	-	-	-	16,5	15,2	10,5	10,5	10,5
Nb de titres (Mio)	1,149	4,674	4,674	5,161	8,443	8,443	8,443	8,443
Nb de titres corrigé (Mio)	1,149	4,674	4,674	5,161	8,437	9,118	9,118	9,118
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,1%	8,1%	8,1%
Date d'introduction	23/05/2018							
Cours d'introduction ajusté	19,8 €							

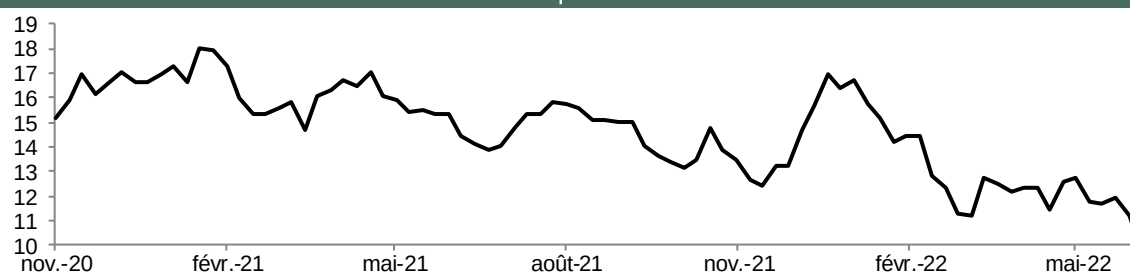
Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA S1	4,4	4,7	7,8	7,0	5,0
ROP S1	1,1	-0,9	0,5	0,7	0,3
RN pdg corrigé S1	1,1	-1,0	0,4	0,7	0,4
Marge opérationnelle S1	25,7%	-19,4%	6,1%	9,7%	6,1%
Marge nette S1	24,8%	-22,1%	5,2%	9,5%	7,1%

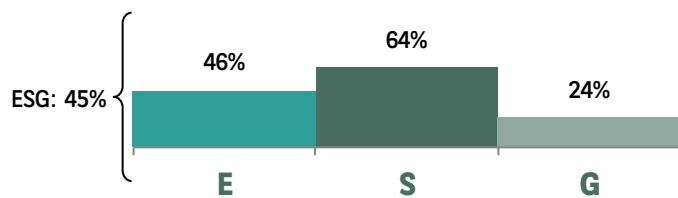
CA T3					
CA T4					
CA S2	5,2	9,6	6,1	6,5	5,5
ROP S2	1,1	1,6	-0,5	0,3	-3,7
RN pdg corrigé S2	1,0	1,5	-0,5	0,3	-3,6
Marge opérationnelle S2	20,6%	16,3%	-7,8%	4,8%	ns
Marge nette S2	19,7%	15,8%	-8,0%	4,4%	ns

Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S1	-/+	5,4%	66,8%	-10,5%	-28,2%
CA S2	-/+	84,7%	-36,4%	6,2%	-15,8%
ROP S1	-/+	+/-	-/+	42,8%	-54,8%
ROP S2	-/+	46,2%	+/-	-/+	+/-

Historique de cours





DONTNOD

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	Reporting en réflexion pour 2023 sur données 2022
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	24%	23%	26%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	89	89	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	19%	23%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	Actions gratuites, BSA et BSPCE
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	101	
Taux d'absentéisme	ND	1,6%	1,7%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	0,0	2,4	
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenlext	Oui	Oui	Oui	Respect partiel de Middenlext (notamment pas de comités spécialisés)
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	+ 1 censeur
Nombre de membres composants le conseil d'administration	4	3	4	
<i>dont indépendants</i>	0	0	0	
<i>dont femmes</i>	0	0	0	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Non	Non	Non	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	63%	59%	29%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	ND	Process de certification (régulateurs et consoliers) + analyses notations (presse et joueurs) + sondages de la communauté
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

ECOMIAM

Agro-alimentaire



Cours : 8,34€

14 Juin 2022

Objectif : 16,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0013534617 / ALECO
Reuters / Bloomberg ALECO.PA / ALECO:FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **28,2**
Flottant (%) 37,2%
Nbre de Titres (Mio) 3,382
Date de clôture 30-Sep

Actionnariat
Fondateur (ASG - SOBREDA) 62,8%

Public 37,2%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	16,1
PCF	ns	ns	13,1
VE/CA	1,3	0,5	0,3
VE/ROP	ns	ns	9,0
PAN	4,3	2,3	2,0
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-6,1%	-3,4%	0,4%
ROACE	16,5%	0,2%	27,5%

CA	36,2	47,4	68,4
CA précédent	36,2	47,4	68,4
var. n/n-1	57,4%	30,8%	44,2%
EBE	1,3	0,4	2,8
ROC	0,9	0,0	2,4
% CA	2,5%	0,0%	3,5%
ROP	0,8	0,0	2,4
% CA	2,3%	0,0%	3,5%
RN Pdg publié	0,4	-0,1	1,8
% CA	1,1%	-0,1%	2,6%

BNPA	0,12	-0,02	0,52
BNPA précédent	0,12	-0,02	0,52
var. n/n-1	-65,0%	ns	ns
BNPA Cor	0,21	-0,02	0,52
ANPA	3,7	3,7	4,2
Dividende net	0,00	0,00	0,00
DFN	-7,4	-6,5	-6,6

Nicolas Montel, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 59 10
nicolas.montel@bnpparibas.com

Un réseau en cours de développement

Activité

Créé en 2009, Ecomiam est un distributeur de produits surgelés. En 2011, l'entreprise a lancé un réseau de magasins développant un concept, original dans le paysage concurrentiel, de ventes de produits surgelés de qualité non transformés d'origine 100% française. La société qui s'inscrit dans une démarche RSE a fortement limité le packaging de ses produits. Présente sur Internet, elle livre en 48h partout en France métropolitaine. Ecomiam a décidé de se concentrer sur le rapport prix/panier du consommateur afin que celui-ci paye le « juste prix » sur l'ensemble des produits proposés sans avoir recours à des promotions. Les produits commercialisés par Ecomiam sont plus économiques à produire en raison 1/ de l'absence d'étape de transformation, d'ajouts d'additifs ou de conservateurs, 2/ de la diminution du nombre d'intermédiaires, 3/ de la réduction du packaging et de la baisse des coûts marketing engendrés (absence de produits à marque).

Marché / Concurrence

L'offre produits développée par Ecomiam s'adresse à une clientèle qui aime la cuisine, se trouve dans des villes moyennes (entre 20 000 et 100 000 habitants) et est mal adressée par la concurrence. Ecomiam est un distributeur de produits surgelés mais son offre qui est essentiellement composée de produits surgelés non transformés vise aussi les consommateurs de produits frais qui congèlent eux-mêmes leurs produits. Le marché français des produits surgelés apparaît mature et est dominé par la grande distribution (2/3 du marché) et par Picard chez les spécialistes. Avec 56 points de vente à fin septembre 2021, Ecomiam occupe la position de N°3 du secteur

Stratégie / Perspectives

Pour accélérer l'expansion de son réseau tout en limitant la mobilisation de ressources financières, Ecomiam s'est orienté sur le modèle de l'affiliation qui fonctionne économiquement pour Ecomiam (forte croissance du CA et seuil de rentabilité atteint en 2019) et pour ses affiliés (200 demandes d'adhésion). Ecomiam compte continuer sur un rythme de croissance soutenue. Le capital levé en Bourse va permettre à la société d'investir dans son développement pour étendre son réseau en dehors de la Bretagne en ouvrant 20 magasins par an jusqu'en 2025 pour atteindre à cet horizon 125 points de vente et faire progresser la fréquentation de ses magasins en investissant dans la notoriété de son enseigne.

Valorisation

Nous pensons que le rythme d'ouverture prévu par le management est ambitieux mais réaliste. Notre valorisation à 16€ fait ressortir un potentiel d'appréciation conséquent.

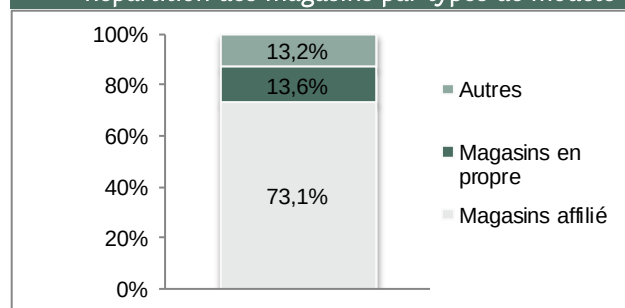
ECOMIAM

Exploitation	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	-	11,1	14,7	23,0	36,2	47,4	68,4	90,6
var. n/n-1	-	-/+	32,9%	56,6%	57,4%	30,8%	44,2%	32,5%
var. organique	-	-	-	-	-	-	-	-
EBE	-	-0,3	0,2	0,7	1,3	0,4	2,8	4,2
ROC	-	-0,7	-0,2	0,3	0,9	0,0	2,4	3,8
var. n/n-1	-	- -/-	- -/-	-/+	+ /++	-98,3%	+ /++	56,7%
ROP	-	-0,4	0,1	1,1	0,8	0,0	2,4	3,8
RCAI	-	-0,5	0,0	0,9	0,8	-0,1	2,3	3,7
IS	-	0,0	0,0	-0,1	-0,3	0,0	-0,6	-0,9
RN Pdg publié	-	-0,5	0,0	0,8	0,4	-0,1	1,8	2,8
RN Pdg corrigé	-	-0,8	-0,3	0,1	0,7	-0,1	1,8	2,8
var. n/n-1	-	- -/-	- -/-	-/+	+ /++	+/-	-/+	57,6%
Tmva CA 2019 / 2023e	46,9%							
Marge brute (%)	-	30,8%	32,4%	33,9%	36,7%	35,8%	35,6%	35,4%
Marge opérationnelle (%)	-	-3,9%	0,5%	4,6%	2,3%	0,0%	3,5%	4,2%
Marge nette (%)	-	-6,8%	-2,1%	0,5%	1,9%	-0,1%	2,6%	3,0%
Taux IS (%)	-	0,3%	0,4%	14,2%	32,5%	25,0%	25,0%	25,6%
Frais de personnel / CA (%)	-	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
CA/effectif (K€)	-	299	459	822	954	-	-	-
var. n/n-1	-	-/+	53,7%	79,0%	16,0%	-	-	-
Effectif moyen	-	37	32	28	38	-	-	-
var. n/n-1	-	-/+	-13,5%	-12,5%	35,7%	-	-	-

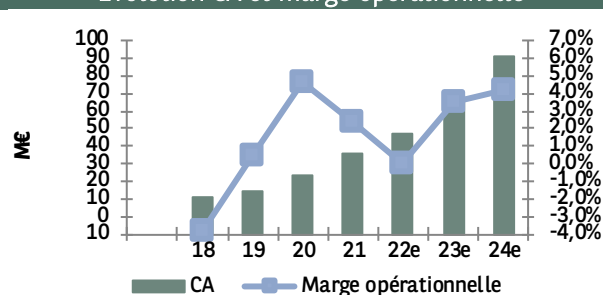
Bilan	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	-	-0,2	-0,1	0,7	12,5	12,4	14,2	16,9
Dettes financières nettes	-	2,0	2,1	1,2	-7,4	-6,5	-6,6	-7,6
Autres	-	-0,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Capitaux investis	-	1,6	1,9	2,0	4,9	5,8	7,4	9,2
Immobilisations nettes	-	2,0	1,6	1,5	2,6	2,7	2,7	2,8
dont écarts d'acquisition	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	-	0,2	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5
BFR	-	-0,1	0,5	0,7	2,8	3,6	5,2	6,9
Actif économique	-	1,6	1,9	2,0	4,9	5,8	7,4	9,2
Gearing (%)	-	-1050,3%	-1529,7%	188,3%	-59,1%	-51,7%	-46,1%	-44,6%
BFR/CA (%)	-	-1,1%	3,3%	2,9%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	10,7	1,8	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	-	ns	32,6%	121,5%	3,3%	ns	12,3%	16,3%
ROACE (%) après IS normé	-	-	3,8%	39,3%	16,5%	0,2%	27,5%	34,0%

Financement	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-	-0,6	0,1	0,4	0,9	0,3	2,2	3,2
Variation BFR	-	-0,2	-0,5	-0,2	-2,1	-0,8	-1,6	-1,7
Investissements industriels	-	-1,5	-0,6	-0,6	-2,1	-0,5	-0,5	-0,5
% du CA	-	13,5%	4,3%	2,4%	5,7%	1,0%	0,7%	0,5%
Cash Flow Libre	-	-2,3	-1,0	-0,4	-3,3	-1,0	0,1	1,0
Cessions d'actifs	-	0,6	0,9	1,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-	-0,1	-0,1	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	-	0,0	0,0	0,0	12,6	0,0	0,0	0,0
Autres	-	-0,2	0,0	0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-	2,0	0,2	-0,9	-8,7	1,0	-0,1	-1,0
Dettes financières nettes	-	2,0	2,1	1,2	-7,4	-6,5	-6,6	-7,6

Répartition des magasins par types de modèle



Evolution CA et marge opérationnelle



ECOMIAM

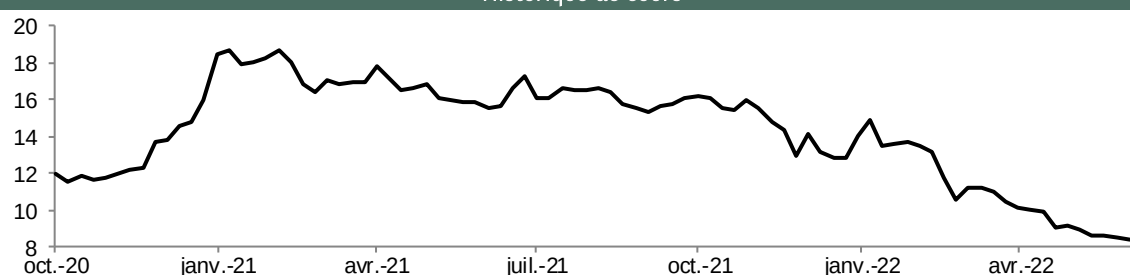
Données par action	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-	-0,23	-0,02	0,35	0,12	-0,02	0,52	0,82
var. n/n-1	-	- -/-	- -/-	-/+	+ /++	+/-	-/+	57,6%
CFPA	-	-0,3	0,1	0,2	0,3	0,1	0,6	0,9
ANPA	-	-0,1	-0,1	0,3	3,7	3,7	4,2	5,0
Dividende net (versé en n+1)	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	85,0%							

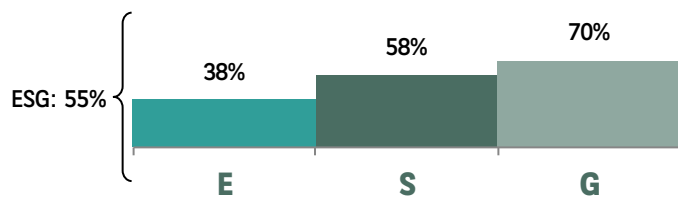
Valorisation	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	-	-	-	-	ns	ns	16,1	10,2
PCF (x)	-	-	-	-	ns	ns	13,1	8,9
PAN (x)	-	-	-	-	4,3	2,3	2,0	1,7
VE/CA (x)	-	-	-	-	1,3	0,5	0,3	0,2
VE/EBE (x)	-	-	-	-	ns	ns	7,7	4,9
VE/ROP (x)	-	-	-	-	ns	ns	9,0	5,5
Free Cash Flow Yield (%)	-	-	-	-	-6,1%	-3,4%	0,4%	3,6%
Rendement (%)	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	-	-	-	-	53,5	28,2	28,2	28,2
Valeur d'Entreprise (VE)	-	-	-	-	46,2	21,8	21,7	20,7
Cours de référence (€)	-	-	-	-	15,8	8,3	8,3	8,3
Nb de titres (Mio)	-	2,286	2,286	2,286	3,382	3,382	3,382	3,382
Nb de titres corrigé (Mio)	-	2,286	2,286	2,286	3,382	3,382	3,382	3,382
% de la dilution	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	09/10/2020							
Cours d'introduction ajusté	11,6 €							

Données intermédiaires	-	18	19	20	21	22
CA T1	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-
CA S1	-	-	6,9	10,2	17,0	
ROP S1	-	-	-0,1	0,4	0,3	
RN pdg corrigé S1	-	-	-0,1	0,1	0,2	
Marge opérationnelle S1	-	-	-1,3%	3,8%	1,5%	
Marge nette S1	-	-	-1,7%	0,6%	0,9%	
CA T3	-	-	-	-	-	
CA T4	-	-	-	-	-	
CA S2	-	-	7,8	12,8	19,2	
ROP S2	-	-	0,2	0,7	0,6	
RN pdg corrigé S2	-	-	-0,2	0,1	0,4	
Marge opérationnelle S2	-	-	2,1%	5,3%	3,1%	
Marge nette S2	-	-	-2,5%	0,4%	1,9%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-
CA S1	-	-	-/+	47,4%	66,2%	
CA S2	-	-	-/+	64,9%	50,4%	
ROP S1	-	-	- -/-	-/+	-34,9%	
ROP S2	-	-	-/+	+ /++	-12,7%	

Historique de cours





ECOMIAM

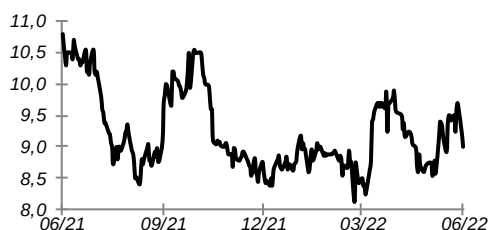
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	1,5	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	ND	A l'étude fin 2021 pour une application en 2022
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	ND	
Certification 14001	Non	Non	ND	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	77%	57%	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Non	Non	ND	
Part des personnes en situation de handicap	0,0%	0,0%	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	100%	50%	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	17%	10%	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	ND	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Oui	ND	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	ND	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	0	0	ND	
Taux d'absentéisme	3,2%	5,0%	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	36,3	0,0	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	NA	Oui	ND	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	ND	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	5	5	7	
<i>dont indépendants</i>	2	2	3	
<i>dont femmes</i>	2	2	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	100%	100%	ND	
Comité d'audit	Non	Non	ND	Groupe de travail audit et gestion des risques créé fin 2021 au sein du CA
Comité des risques	Non	Non	ND	Groupe de travail audit et gestion des risques créé fin 2021 au sein du CA
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	ND	Audit cybersécurité fin 2021-début 2022
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	100%	63%	63%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	ND	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	ND	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	100%	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

ECOSLOPS

Clean Tech



Cours : 9,00€

14 Juin 2022

Objectif : 13,80€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME

Euronext Growth
FR0011490648 / ALESA
ALESA.PA / ALESA:FP
Euronext GROWTH

Oui

Capitalisation (M€)
Flottant (%)
Nbre de Titres (Mio)
Date de clôture

46,6
56,3%
5,181
31-Déc

Actionnariat

J4A Holdings
Tikehau Capital
Gemmes Venture
Bluebird

10,9%
8,1%
8,0%
4,7%

	21	22e	23e
PER	ns	20,1	6,8
PCF	ns	10,1	5,3
VE/CA	6,0	2,5	1,7
VE/ROP	ns	16,6	6,2
PAN	3,0	2,4	1,8
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-17,9%	16,0%	4,2%
ROACE	ns	10,1%	20,8%

	12,4	25,1	35,2
CA	12,4	25,1	35,2
CA précédent	116,4%	101,8%	40,1%
var. n/n-1	-1,5	6,0	12,0
EBE	-3,2	3,7	9,7
ROC	-26,0%	14,9%	27,7%
% CA	-3,2	3,7	9,7
ROP	-26,0%	14,9%	27,7%
% CA	-3,8	2,4	6,1
RN Pdg publié	-30,5%	9,6%	17,4%

	-0,73	0,46	1,18
BNPA	-0,73	0,46	1,17
BNPA précédent	ns	ns	154,5%
var. n/n-1	-0,91	0,45	1,33
BNPA Cor	3,4	3,8	5,0
ANPA	0,00	0,00	0,00
Dividende net			

	22,6	15,1	13,1
DFN	22,6	15,1	13,1

Nicolas Montel, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 59 10
nicolas.montel@bnpparibas.com

Perspectives prometteuses pour le Scarabox

Activité

Ecoslops a développé une technologie unique, innovante, de raffinage des eaux polluées aux hydrocarbures dites « slops », pour les transformer en carburants. Avec sa technologie P2R, Ecoslops a mis au point une solution techniquement et économiquement viable de transformation des slops en carburants marins ou industriels qui fonctionne actuellement au Portugal et en France et qui se développe à travers 1/ des projets d'unité de production à Anvers, Singapour et au Canal de Suez et 2/ d'une nouvelle offre à destination des petits ports et des collecteurs d'huile de vidange, le Mini P2R récemment rebaptisé Scarabox en référence au scarabée qui joue un rôle écologique important en recyclant des matériaux associables à des déchets.

Marché / Concurrence

La société bénéficie d'un marché potentiel adressable immense, que nous estimons à plus de 5,5Md€, et qui bénéficie de solides perspectives de croissance (hausse de la production de slops + amélioration de la collecte). De part son activité, Ecoslops adresse deux marchés différents : la collecte et le traitement des déchets maritimes. Si, dans les grands ports internationaux, on trouve des intervenants de taille importante, le marché de la collecte des slops est à l'heure actuelle largement dominé par des PME locales qui se le partagent en n'exploitant souvent qu'une seule concession. Ce marché est constitué d'intervenants hétérogènes. Certaines des grandes sociétés spécialisées dans le traitement des déchets industriels sont présentes sur le marché du traitement des slops (cf. Veolia), mais les activités « déchets hydrocarbonés maritimes » ne constituent pour eux qu'une activité complémentaire du reste de leurs métiers. Le Scarabox peut traiter en plus des slops les huiles de vidange ce qui devrait ouvrir à Ecoslops un marché qui apparaît encore plus vaste que celui des slops maritimes (30 ports de grande taille pour le P2R et 300 ports régionaux pour le mini P2R).

Stratégie / Perspectives

En parallèle de l'installation de nouvelle unité P2R, Ecoslops devrait dans les prochaines années orienter de plus en plus son développement sur la vente de SCARABOX. Les perspectives commerciales de ce dernier apparaissent en effet particulièrement prometteuses. Si en Europe le marché du traitement des huiles de vidange est déjà bien encadré et compétitif (AUREA), ceux des îles et des pays africains semblent encore peu adressés. Après un exercice 2020 marqué par la chute des prix du Brent, le groupe bénéficie depuis du rebond des prix du Brent mais aussi de la mise en service de sa deuxième unité près de Marseille et de la vente de Scarabox.

Valorisation

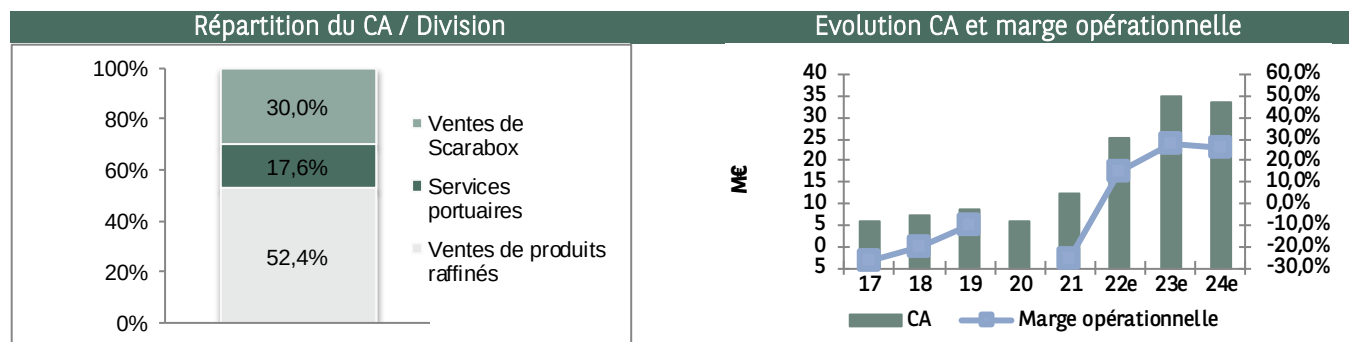
Le marché ne valorise actuellement pas assez les nouveaux projets de la société et le développement de la nouvelle offre Scarabox, qui améliore considérablement les perspectives financières de la société.

ECOSLOPS

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	6,1	7,5	8,8	5,8	12,4	25,1	35,2	33,5
var. n/n-1	39,2%	22,8%	18,3%	-34,9%	+ / ++	+ / ++	40,1%	-4,9%
var. organique	39,2%	22,8%	18,3%	-34,9%	116,4%	101,8%	40,1%	-4,9%
EBE	-0,3	-0,3	0,4	-3,0	-1,5	6,0	12,0	10,9
ROC	-1,6	-1,6	-0,9	-4,6	-3,2	3,7	9,7	8,6
var. n/n-1	- / -	- / -	- / -	+ / ++	- / -	+ / ++	+ / ++	-11,8%
ROP	-1,6	-1,5	-0,9	-4,6	-3,2	3,7	9,7	8,6
RCAI	-1,8	-1,8	-1,5	-5,2	-5,0	2,4	8,4	7,2
IS	0,4	0,3	-0,2	0,1	0,7	0,0	-1,8	-2,1
RN Pdg publié	-1,3	-1,5	-1,7	-5,1	-3,8	2,4	6,1	5,0
RN Pdg corrigé	-1,3	-1,5	-1,7	-5,2	-4,7	2,3	7,0	5,4
var. n/n-1	- / -	- / -	- / -	+ / ++	- / -	- / -	+ / ++	-22,5%
Tmva CA 2019 / 2023e	41,3%							
Marge brute (%)	51,4%	75,5%	61,4%	124,5%	32,5%	27,2%	43,0%	63,2%
Marge opérationnelle (%)	-27,0%	-20,7%	-10,3%	ns	-26,0%	14,9%	27,7%	25,7%
Marge nette (%)	-22,0%	-20,5%	-19,6%	ns	-38,0%	9,3%	19,7%	16,1%
Taux IS (%)	23,2%	18,0%	-16,1%	1,3%	14,1%	1,1%	22,0%	28,5%
Frais de personnel / CA (%)	46,0%	35,8%	36,8%	60,7%	29,3%	-	-	-
CA/effectif (K€)	124	152	167	101	218	-	-	-
var. n/n-1	93,2%	22,8%	9,4%	-39,4%	+ / ++	-	-	-
Effectif moyen	49	49	53	57	57	-	-	-
var. n/n-1	-27,9%	0,0%	8,2%	7,5%	0,0%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	21,4	22,4	21,6	16,4	17,6	20,0	26,1	31,1
Dettes financières nettes	-1,1	0,0	7,2	18,6	22,6	15,1	13,1	21,0
Autres	-1,8	-2,1	-1,4	-0,9	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Capitaux investis	18,5	20,3	27,4	34,0	39,4	34,3	38,8	51,9
Immobilisations nettes	19,5	20,9	28,1	35,2	37,3	37,1	40,2	53,3
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	2,0	2,1	1,5	1,2	1,5	1,5	1,5	1,5
BFR	1,0	1,5	0,9	0,0	3,6	-1,3	0,2	0,2
Actif économique	18,5	20,3	27,4	34,0	39,4	34,3	38,8	51,9
Gearing (%)	-5,2%	-0,2%	33,3%	113,4%	124,5%	73,5%	48,4%	65,2%
BFR/CA (%)	16,0%	19,5%	10,0%	0,5%	29,3%	-5,2%	0,5%	0,5%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	16,2	ns	ns	2,5	1,1	1,9
ROE (%)	ns	ns	ns	ns	ns	12,1%	23,5%	16,0%
ROACE (%) après IS normé	ns	ns	ns	ns	ns	10,1%	20,8%	13,5%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-0,2	-0,4	-1,9	-3,3	-2,4	4,7	8,8	7,5
Variation BFR	-0,3	-1,2	0,2	0,9	-3,5	5,0	-1,5	0,0
Investissements industriels	-0,5	-2,6	-10,2	-8,8	-3,4	-2,1	-5,4	-15,4
% du CA	7,7%	35,4%	116,0%	152,2%	27,4%	8,4%	15,3%	46,0%
Cash Flow Libre	-1,0	-4,3	-11,9	-11,2	-9,3	7,5	2,0	-7,9
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	10,5	0,2	1,5	0,0	6,1	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	3,0	3,2	-0,2	-0,8	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-9,5	1,1	7,2	11,4	4,0	-7,5	-2,0	7,9
Dettes financières nettes	-1,1	0,0	7,2	18,6	22,6	15,1	13,1	21,0



ECOSLOPS

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-0,30	-0,34	-0,37	-1,13	-0,73	0,46	1,18	0,95
var. n/n-1	- -/-	-/-	-/-	+ /++	- -/-	- /+	+ /++	-22,5%
CFPA	0,0	-0,1	-0,4	-0,7	-0,5	0,9	1,7	1,4
ANPA	4,8	5,0	4,8	3,7	3,4	3,8	5,0	5,9
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	ns							

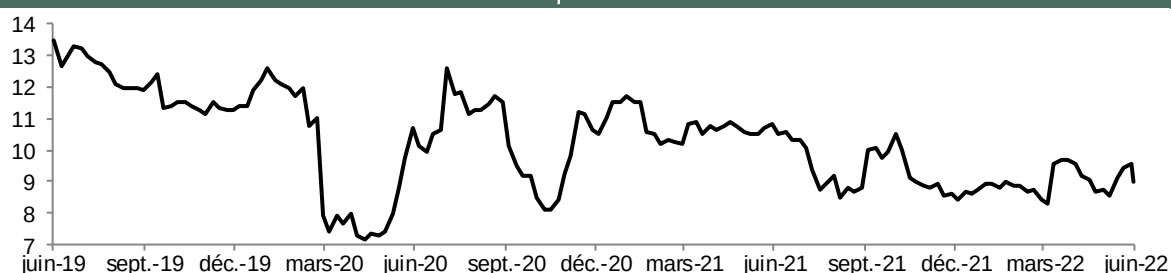
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	ns	ns	ns	20,1	6,8	8,7
PCF (x)	ns	ns	ns	ns	ns	10,1	5,3	6,3
PAN (x)	2,6	2,7	2,6	2,8	3,0	2,4	1,8	1,5
VE/CA (x)	9,0	7,8	7,1	11,0	6,0	2,5	1,7	2,1
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	10,3	5,0	6,3
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	ns	ns	16,6	6,2	8,0
Free Cash Flow Yield (%)	-1,7%	-7,2%	-21,3%	-24,8%	-17,9%	16,0%	4,2%	-16,8%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	55,7	58,5	55,4	44,7	51,5	46,5	46,5	46,5
Valeur d'Entreprise (VE)	54,6	58,5	62,6	63,3	74,7	62,1	60,5	68,6
Cours de référence (€)	12,7	13,3	12,5	10,1	10,0	9,0	9,0	9,0
Nb de titres (Mio)	4,382	4,403	4,432	4,436	5,161	5,161	5,161	5,161
Nb de titres corrigé (Mio)	4,450	4,471	4,469	4,477	5,226	5,226	5,226	5,226
% de la dilution	1,6%	1,5%	0,8%	0,9%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Date d'introduction	20/02/2015							
Cours d'introduction ajusté	18,0 €							

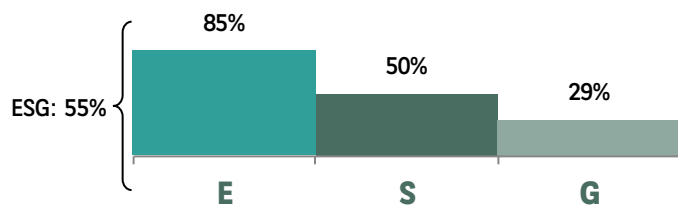
Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA S1	2,9	2,6	4,6	3,0	3,1
ROP S1	-0,7	-1,4	-0,5	-2,3	-2,0
RN pdg corrigé S1	0,0	-1,4	-0,6	-2,3	-3,1
Marge opérationnelle S1	-23,1%	ns	-11,6%	ns	ns
Marge nette S1	0,0%	ns	-13,7%	ns	ns
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S2	3,1	4,9	-	2,7	9,3
ROP S2	-1,0	-0,2	-	-2,3	-1,2
RN pdg corrigé S2	-1,3	-0,1	-	-2,9	-1,7
Marge opérationnelle S2	-30,5%	-4,0%	-	ns	-12,8%
Marge nette S2	-42,5%	-2,6%	-	ns	-17,9%

Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S1	88,9%	-11,1%	74,3%	-33,9%	3,0%
CA S2	11,8%	54,5%	-	- /+	+ /++
ROP S1	- -/-	-/-	- -/-	+ /++	- -/-
ROP S2	- -/-	- -/-	-	- -/-	- -/-

Historique de cours





ECOSLOPS

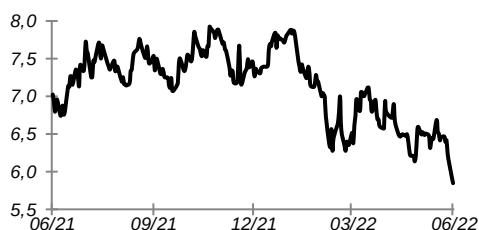
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	1 029,9	1 697,9	748,2	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Oui	Oui	Oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	23%	23%	22%	17% en moyenne dans le secteur selon la Banque Mondiale
Index égalité salariale femmes / hommes	100	100	100	Ratio calculé sur les effectifs de production au Portugal
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Non	Non	Oui	Plan d'action 2021-2023
Part des personnes en situation de handicap	0,0%	0,0%	0,0%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	48%	50%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	12%	9,7%	8,1%	Taux de turnover
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	Existence de plans de distribution d'actions gratuites depuis 2018
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	15	19	25	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	Mise en place de l'indicateur pour 2022
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,0	0,0	13,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Non	Non	Non	Mise en pratique de certaines recommandations du code Middledenext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	8	8	8	
<i>dont indépendants</i>	4	4	4	
<i>dont femmes</i>	0	0	0	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	75%	ND	
Comité d'audit	Non	Non	Non	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	Les risques informatiques sont présentés au conseil annuellement depuis 2020
Comité RSE	Non	Non	Non	Objectifs et bilans sont présentés au conseil d'administration au moins une fois par an depuis 2019
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	13%	13%	11%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Non	
Déclaration de la rémunération du CEO	Non	Non	Non	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

EKINOPS

Technologie



Cours : 5,85€

14 Juin 2022

Objectif : 8,50€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Eligibilité PEA-PME

Euronext
FR0011466069 / EKI
EKI.PA / EKI:FP
CAC Small
Oui

Capitalisation (M€) **150,5**
Flottant (%) 73,3%
Nbre de Titres (Mio) 25,728
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat

Bpifrance 12,4%
Aleph Golden Holdings 12,4%
Didier Brédy 1,2%
François-Xavier Ollivier 0,7%

	21	22e	23e
PER	35,2	23,0	15,3
PCF	10,8	8,8	7,4
VE/CA	1,5	1,0	0,8
VE/ROP	ns	20,4	11,7
PAN	1,9	1,5	1,4
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	3,3%	4,1%	7,1%
ROACE	5,4%	7,5%	10,9%

	103,6	118,3	134,5
CA	103,6	118,3	134,5
CA précédent	103,6	118,3	134,5
var. n/n-1	11,6%	14,2%	13,7%
EBE	17,5	19,7	23,2
ROC	3,4	6,0	9,2
% CA	3,3%	5,0%	6,8%
ROP	3,0	5,6	8,8
% CA	2,9%	4,7%	6,5%
RN Pdg publié	4,8	6,2	9,5
% CA	4,6%	5,2%	7,0%

	0,19	0,24	0,37
BNPA	0,19	0,24	0,37
BNPA précédent	0,19	0,24	0,37
var. n/n-1	49,6%	28,4%	53,2%
BNPA Cor	0,20	0,25	0,38
ANPA	3,8	3,9	4,2
Dividende net	0,00	0,00	0,00
DFN	-16,8	-23,3	-34,5

Augustin Socié, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 38
augustin.socie@bnpparibas.com

Imperturbable

Activité

Ekinops est un équipementier télécom créé en 2003 par François-Xavier Ollivier et Jean-Luc Pamart, deux anciens ingénieurs d'Alcatel. La société s'adresse aux opérateurs de télécommunications, et indirectement aux entreprises, pour fournir des solutions de transport optique et de routage de la donnée, ainsi que des services associés de gestion du réseau. Ces solutions, dites de « classe opérateur », sont spécifiquement développées pour adresser les plus gros opérateurs mondiaux. Leurs degrés de programmation et d'évolutivité permettent à Ekinops d'accompagner ses clients dans la transformation de leurs infrastructures.

Marché / Concurrence

Le marché adressable d'Ekinops (transport optique, accès et logiciel), estimé à 7,5Mds€ en 2021, est en croissance de 50% par rapport à 2017. Cette forte croissance est notamment alimentée par : 1/ des besoins en capacité réseau exponentiels, 2/ la nécessité pour les opérateurs de flexibiliser et virtualiser leurs réseaux, 3/ le développement du SD-WAN, accéléré par la pandémie, et 4/ l'émergence du edge computing, encouragé par le développement de la 5G. Sur le marché mondial du transport optique et de l'accès réseau, Ekinops fait face à des acteurs de tailles très différentes. On peut néanmoins citer Ciena comme concurrent principal sur le transport optique, et Cisco et Huawei sur l'accès (OneAccess étant le troisième acteur mondial sur le segment). Malgré sa taille, le groupe a réussi à pénétrer le marché des opérateurs Tier 1 grâce à une offre produits à la carte (vente de cartes réseaux au détail) et compétitive (rapport prix de vente / prix de revient attractif).

Stratégie / Perspectives

La croissance de la top-line devrait être portée par : 1/ des synergies de ventes entre les bases de clients transport optique et accès, 2/ une offre produit compétitive et sur-mesure, permettant de continuer le gain de parts de marché face à une concurrence hétérogène, et 3/ la montée en puissance du logiciel, qui devrait représenter entre 20 et 30% du chiffre d'affaires du groupe d'ici 3 à 5 ans. Plusieurs leviers sont activables par le groupe pour augmenter les marges. Ainsi, la marge brute devrait être favorablement impactée par : 1/ l'accélération du logiciel (marge brute de quasiment 100%), 2/ la montée en puissance de l'accès en Amérique du Nord (mieux margé que le transport optique), et 3/ la stratégie de montée en gamme dans l'accès, favorisant des routeurs mid-ranges plus profitables. À ce stade, le groupe a su enjamber les pénuries de composants, grâce à un sourcing efficace et un pricing power actif auprès de ses clients opérateurs.

Valorisation

Le groupe a démontré, lors de cet exercice, sa capacité à livrer tous ses clients malgré les pénuries, tout en défendant ses marges. La baisse récente du titre nous paraît injustifiée au regard de la qualité du dossier.

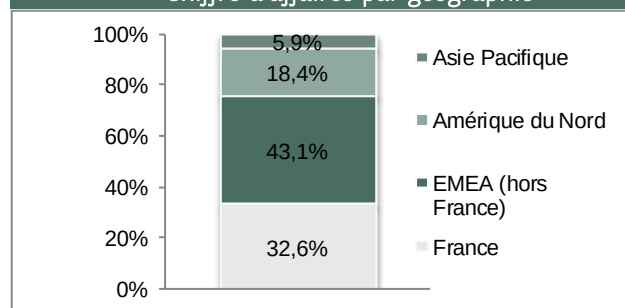
EKINOPS

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	34,3	84,2	93,5	92,8	103,6	118,3	134,5	151,4
var. n/n-1	88,6%	+ / ++	11,0%	-0,7%	11,6%	14,2%	13,7%	12,6%
var. organique	-	-	-	-	-	-	-	-
EBE	0,3	10,4	15,0	14,8	17,5	19,7	23,2	26,5
ROC	-3,9	1,3	4,6	3,5	3,4	6,0	9,2	17,7
var. n/n-1	- / -	- / +	+ / ++	-23,1%	-1,7%	73,3%	53,3%	92,8%
ROP	-5,9	-2,1	2,0	3,3	3,0	5,6	8,8	17,3
RCAI	-6,5	-2,3	1,6	2,0	3,2	5,2	8,5	17,0
IS	0,0	0,2	0,0	1,2	1,6	1,0	1,0	1,0
RN Pdg publié	-6,5	-2,1	1,6	3,2	4,8	6,2	9,5	18,0
RN Pdg corrigé	-4,4	1,4	4,2	3,4	5,2	6,6	9,9	18,4
var. n/n-1	- / -	- / +	+ / ++	-20,0%	55,6%	25,9%	49,9%	86,1%
Tmva CA 2019 / 2023e	9,5%							
Marge brute (%)	51,1%	55,9%	53,4%	55,1%	54,5%	54,3%	54,5%	54,7%
Marge opérationnelle (%)	-17,2%	-2,6%	2,1%	3,6%	2,9%	4,7%	6,5%	11,4%
Marge nette (%)	-13,0%	1,6%	4,5%	3,6%	5,0%	5,6%	7,3%	12,1%
Taux IS (%)	0,1%	7,9%	-1,2%	-61,0%	-49,1%	-19,3%	-11,8%	-5,9%
Frais de personnel / CA (%)	-50,3%	-41,0%	-41,1%	-42,3%	-41,7%	-	-	-
CA/effectif (K€)	82	204	209	202	214	-	-	-
var. n/n-1	-63,5%	+ / ++	2,3%	-3,3%	5,8%	-	-	-
Effectif moyen	419	413	448	460	485	-	-	-
var. n/n-1	+ / ++	-1,4%	8,5%	2,7%	5,4%	-	-	-

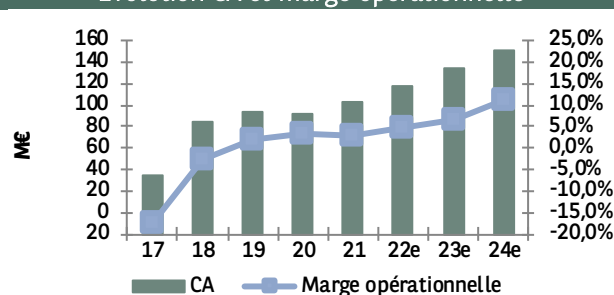
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	76,1	74,4	86,5	90,9	98,8	105,0	114,4	132,4
Dettes financières nettes	-2,8	-9,3	-8,6	-11,8	-16,8	-23,3	-34,5	-44,8
Autres	6,7	10,6	17,2	15,3	12,8	12,8	12,8	12,8
Capitaux investis	80,5	75,6	95,1	94,4	94,8	94,5	92,7	100,5
Immobilisations nettes	69,0	71,1	83,9	77,6	75,3	71,1	67,8	70,7
dont écarts d'acquisition	44,6	27,5	28,6	28,3	29,4	29,4	29,4	29,4
dont financières	9,5	10,6	12,1	13,7	14,3	14,3	14,3	14,3
BFR	11,5	4,5	11,2	16,8	19,6	23,4	25,0	29,8
Actif économique	80,5	75,6	95,1	94,4	94,8	94,5	92,7	100,5
Gearing (%)	-3,6%	-12,6%	-9,9%	-13,0%	-17,0%	-22,2%	-30,2%	-33,8%
BFR/CA (%)	33,6%	5,3%	12,0%	18,1%	18,9%	19,7%	18,6%	19,7%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	ns	1,9%	3,5%	4,9%	5,9%	8,3%	13,6%
ROACE (%) après IS normé	ns	1,5%	5,4%	6,0%	5,4%	7,5%	10,9%	19,4%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-2,5	10,3	12,4	13,8	17,0	18,0	21,6	24,9
Variation BFR	-2,5	0,1	-1,9	-5,6	-4,0	-3,8	-1,6	-4,8
Investissements industriels	-1,8	-2,9	-5,8	-6,1	-6,9	-7,7	-8,7	-9,8
% du CA	5,4%	3,4%	6,2%	6,6%	6,7%	6,5%	6,5%	6,5%
Cash Flow Libre	-6,8	7,5	4,7	2,1	6,1	6,6	11,2	10,3
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-22,1	-0,2	-12,2	-0,6	-1,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	37,0	0,0	7,3	3,3	0,8	0,0	0,0	0,0
Autres	-11,9	-0,7	-0,6	-1,5	-0,9	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	3,7	-6,6	0,8	-3,2	-5,0	-6,6	-11,2	-10,3
Dettes financières nettes	-2,8	-9,3	-8,6	-11,8	-16,8	-23,3	-34,5	-44,8

Chiffre d'affaires par géographie



Evolution CA et marge opérationnelle



EKINOPS

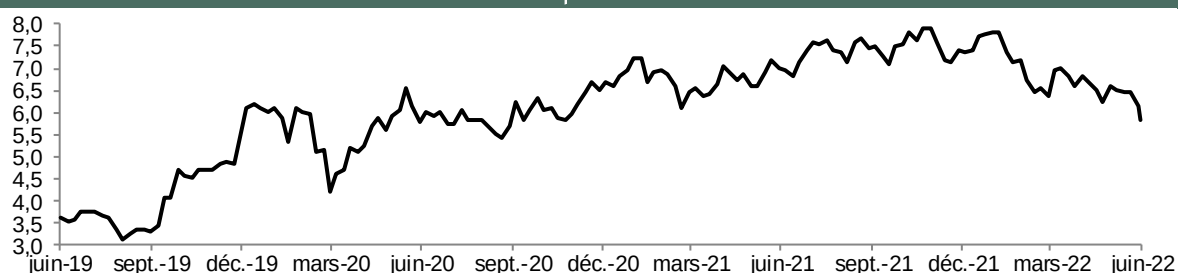
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-0,30	-0,10	0,07	0,12	0,19	0,24	0,37	0,70
var. n/n-1	- -/-	-/+	+ /++	-24,1%	53,4%	25,9%	49,9%	86,1%
CFPA	-0,1	0,5	0,5	0,5	0,7	0,7	0,8	0,9
ANPA	3,6	3,5	3,6	3,6	3,8	3,9	4,2	4,9
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	21,7%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	11,6%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	56,9	23,3	44,4	35,2	23,0	15,3	8,2
PCF (x)	ns	7,5	7,9	10,8	10,8	8,8	7,4	6,4
PAN (x)	1,6	1,0	1,1	1,6	1,9	1,5	1,4	1,2
VE/CA (x)	3,2	0,7	0,8	1,3	1,5	1,0	0,8	0,6
VE/EBE (x)	ns	5,5	5,1	8,4	8,7	5,8	4,4	3,5
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	ns	ns	20,4	11,7	5,3
Free Cash Flow Yield (%)	-5,7%	9,7%	4,8%	1,4%	3,3%	4,1%	7,1%	6,5%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	120,9	77,2	97,5	148,9	184,2	151,1	151,1	151,1
Valeur d'Entreprise (VE)	109,1	57,2	76,8	123,4	153,1	113,5	102,3	92,0
Cours de référence (€)	5,7	3,6	4,0	5,8	7,1	5,9	5,9	5,9
Nb de titres (Mio)	21,243	21,529	24,128	25,462	25,833	25,833	25,833	25,833
Nb de titres corrigé (Mio)	23,045	24,646	26,920	26,761	27,117	27,117	27,117	27,117
% de la dilution	8,5%	14,5%	11,6%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Date d'introduction	25/04/2013							
Cours d'introduction ajusté	6,1 €							

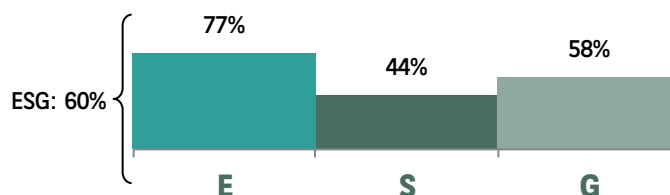
Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	4,4	18,7	20,8	21,1	23,2	27,8
CA T2	6,2	23,4	24,3	24,7	27,6	
CA S1	10,6	42,1	45,0	45,8	50,8	
ROP S1	-2,2	-1,1	0,2	1,2	1,8	
RN pdg corrigé S1	-0,8	-0,2	2,1	0,7	1,7	
Marge opérationnelle S1	-20,6%	-2,6%	0,4%	2,7%	3,6%	
Marge nette S1	-7,9%	-0,4%	4,7%	1,6%	3,3%	
CA T3	4,2	20,9	22,9	21,6	24,1	
CA T4	19,4	21,2	25,6	25,3	28,7	
CA S2	23,7	42,1	48,5	47,0	52,8	
ROP S2	-3,7	-1,1	1,8	2,1	1,2	
RN pdg corrigé S2	-3,6	1,5	2,1	2,6	3,5	
Marge opérationnelle S2	-15,7%	-2,5%	3,7%	4,4%	2,3%	
Marge nette S2	-15,3%	3,6%	4,3%	5,6%	6,7%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	22,2%	+ /++	11,2%	1,4%	10,0%	19,8%
CA T2	27,6%	+ /++	3,9%	1,6%	11,7%	
CA T3	4,2%	+ /++	9,4%	-5,7%	11,6%	
CA T4	+ /++	9,1%	20,8%	-1,2%	13,4%	
CA S1	25,2%	+ /++	6,9%	1,7%	10,9%	
CA S2	+ /++	78,1%	15,0%	-3,0%	12,3%	
ROP S1	- /--	- /--	- /+	+ /++	47,9%	
ROP S2	+ /++	- /--	- /+	15,1%	-42,0%	

Historique de cours



EKINOPS



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	156,3	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Oui	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Modéré	Modéré	Modéré	Objectif de diminution de 15% par an de la consommation électrique des équipements de transport optique.
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	18%	19%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	1,5%	1,0%	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	27%	15%	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	8,5%	8,9%	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	3,0%	2,0%	1,7%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,0	0,0	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	17/19	18/19	18/22	Code Middlednext.
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	6	6	
<i>dont indépendants</i>	3	2	2	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	82%	82%	92%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	18%	19%	20%	Aleph Golden Holdings Sarl.
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Oui	Oui	10% of variable compensation.
Ratio d'équité (salaire médian)	27,3	16,8	19,8	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	97%	96%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

ENERTIME

Energie



Cours : 1,86€

14 Juin 2022

Objectif : 3,10€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0011915339 / ALENE
Reuters / Bloomberg ALENE.PA / ALENE:FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **15,5**
Flottant (%) 87,1%
Nbre de Titres (Mio) 8,324
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Fondateurs et Salariés 4,8%
Siparex 7,6%
Auto-détention 0,5%
Flottant 87,1%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	41,4
PCF	ns	ns	26,5
VE/CA	10,4	3,9	1,4
VE/ROP	ns	ns	ns
PAN	14,3	ns	ns
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-11,4%	-14,4%	-2,1%
ROACE	ns	ns	7,2%

CA	2,2	4,9	14,4
CA précédent	3,2	4,9	14,4
var. n/n-1	-14,2%	125,3%	192,9%
EBE	-2,0	-1,6	0,5
ROC	-2,3	-1,9	0,3
% CA	ns	-37,8%	2,3%
ROP	-2,3	-1,9	0,3
% CA	ns	-37,8%	2,3%
RN Pdg publié	-2,1	-1,9	0,4
% CA	ns	-38,6%	2,7%

BNPA	-0,25	-0,22	0,04
BNPA précédent	-0,16	-0,10	0,09
var. n/n-1	ns	ns	ns
BNPA Cor	-0,25	-0,22	0,04
ANPA	0,2	-0,1	0,0
Dividende net	0,00	0,00	0,00

DFN	2,2	4,5	4,8

Nicolas Royot, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
nicolas.royot@bnpparibas.com

L'horizon se dégage

Activité

Créée en 2008, Enertime conçoit, développe et met en œuvre des machines thermodynamiques et des turbomachines pour l'efficacité énergétique industrielle et la production décentralisée d'énergie renouvelable. Les machines ORC d'Enertime permettent de transformer de la chaleur en électricité, les Pompes à Chaleur produisent de la chaleur haute température en partant de chaleur plus basse température et d'électricité. Les turbines de détente de gaz récupèrent l'énergie perdue dans les réseaux de distribution du gaz pour produire de l'électricité et du froid. Sur le marché ORC, Enertime est l'un des quatre principaux acteurs mondiaux et le seul français maîtrisant entièrement la technologie des machines de forte puissance (1 MW et plus).

Marché / Concurrence

La technologie ORC est utilisée depuis plusieurs dizaines d'années, surtout en géothermie, mais la récupération de chaleur perdue dans l'industrie représente un réel potentiel. D'autres marchés élargissent les débouchés : incinérateurs, centrales diesel insulaires, production d'électricité décentralisée, stations de compression de gaz... Le potentiel sur le marché français est estimé à environ 400MW, soit 600M€ (1,5M€/MW en moyenne) mais semble nettement supérieur à l'international (prix de l'électricité plus élevé, politiques d'efficacité énergétique plus développées...). Sur le segment des gros ORC (>1MW), les principaux acteurs (Ormat, Turboden, Exergy...) connaissent une forte croissance. À noter qu'Exergy a été rachetée début 2020 par la compagnie chinoise TICA.

Stratégie / Perspectives

Les perspectives se dégagent et de nombreux projets sont en cours de développement, avec en premier lieu en France le plan de relance. Environ 1,2 Md€ sur la période 2020-2022 (200 M€ en 2020, 1 Md€ en 2021 et 2022) seront consacrés à l'amélioration de l'efficacité énergétique (y compris électrique) et la décarbonation de la production de chaleur. L'année 2022 devrait être particulièrement active au niveau commercial (Am du N, Asie, Europe). Le marché de l'efficacité énergétique révèle actuellement sa pertinence, soutenu par les prix élevés de l'électricité, une taxe carbone élevée et les pouvoirs publics. Les 3 projets retenus par l'ADEME pourraient représenter 25M€ de prises de commandes d'ici 2023, année où un CA de près de 15M€ pour permettre à Enertime d'atteindre le break even. Par ailleurs, Enertime a récemment été retenu par la Commission européenne pour 2 projets dans le cadre du programme Horizon Europe et recevra 8,5M€ de subventions. Les fonds propres de 2,2M€ fin 2021 (dont 0,7M€ d'avances remboursables) ont été renforcés début 2022 par 2M€ d'OC remboursables en 24 mois, qui s'ajoute au solde du contrat de financement en ODIRNANE (5M€). Par ailleurs, Enertime a reçu des propositions de financement en capital et en dette au niveau des SPV d'Énergie Circulaire retenues pour les appels à projets de l'ADEME mais restera majoritaire dans Énergie Circulaire et les sociétés de projets.

Valorisation

Acheter (1), objectif 3,1€/action.

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 13/06/2022 - 09:20 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

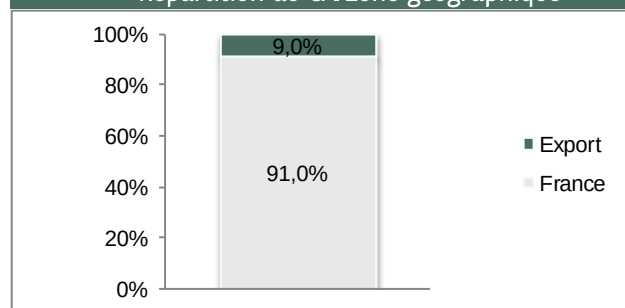
ENERTIME

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	4,2	2,7	1,9	2,5	2,2	4,9	14,4	23,7
var. n/n-1	4,0%	-35,5%	-31,4%	35,9%	-14,2%	+ / +	+ / +	64,8%
var. organique	4,0%	-35,5%	-31,4%	35,9%	-14,2%	125,3%	192,9%	64,8%
EBE	-1,8	-0,9	-1,1	-1,8	-2,0	-1,6	0,5	3,0
ROC	-2,0	-1,0	-0,9	-2,2	-2,3	-1,9	0,3	2,6
var. n/n-1	- / -	- / -	- / -	+ / +	- / -	- / -	- / +	+ / +
ROP	-2,1	-1,2	-1,3	-2,2	-2,3	-1,9	0,3	2,6
RCAI	-2,2	-1,2	-1,3	-2,3	-2,3	-1,9	0,3	2,6
IS	0,4	0,2	0,3	0,1	0,2	0,0	0,1	-0,2
RN Pdg publié	-1,9	-1,3	-1,4	-2,2	-2,1	-1,9	0,4	2,4
RN Pdg corrigé	-1,9	-1,3	-1,4	-2,2	-2,1	-1,9	0,4	2,4
var. n/n-1	- / -	- / -	- / -	- / -	- / -	- / -	- / +	+ / +
Tmva CA 2019 / 2023e	66,6%							
Marge brute (%)	36,2%	45,1%	50,1%	50,7%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Marge opérationnelle (%)	ns	-44,7%	ns	ns	ns	-37,8%	2,3%	11,2%
Marge nette (%)	-44,3%	-46,6%	ns	ns	ns	-38,6%	2,7%	10,2%
Taux IS (%)	18,2%	15,3%	22,4%	5,9%	10,5%	0,0%	-29,9%	7,7%
Frais de personnel / CA (%)	-60,8%	-67,5%	-94,8%	-82,6%	-110,8%	-	-	-
CA/effectif (K€)	114	97	64	77	70	-	-	-
var. n/n-1	-7,2%	-14,8%	-33,8%	19,5%	-8,6%	-	-	-
Effectif moyen	37	28	29	33	31	-	-	-
var. n/n-1	12,1%	-24,3%	3,6%	13,8%	-6,1%	-	-	-

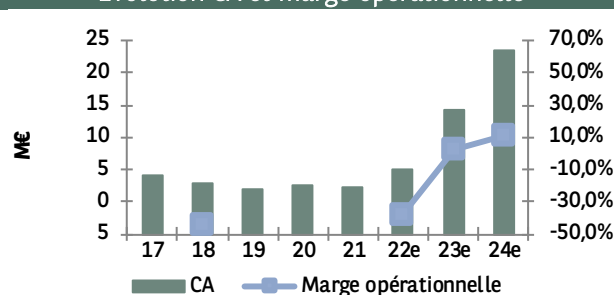
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	2,1	2,8	1,7	2,2	1,5	-0,4	0,0	2,4
Dettes financières nettes	0,4	-0,7	1,3	0,6	2,2	4,5	4,8	3,5
Autres	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Capitaux investis	2,6	2,2	2,8	2,8	2,5	2,9	3,6	4,7
Immobilisations nettes	1,6	1,8	2,3	2,4	2,5	2,4	2,2	2,0
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	0,1	0,1	0,4	0,3	0,7	0,7	0,7	0,7
BFR	1,1	0,5	0,8	0,7	0,6	1,2	2,1	3,4
Actif économique	2,6	2,2	2,8	2,8	2,5	2,9	3,6	4,7
Gearing (%)	20,5%	-24,9%	75,5%	26,9%	148,6%	-1036,3%	-10103,6%	147,9%
BFR/CA (%)	26,0%	19,1%	44,2%	26,3%	27,9%	24,3%	14,3%	14,3%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	8,7	1,2
ROE (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	102,0%
ROACE (%) après IS normé	ns	ns	ns	ns	ns	ns	7,2%	68,6%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-1,5	-1,0	-1,1	-1,8	-2,1	-1,7	0,6	2,8
Variation BFR	0,5	0,6	0,3	-0,2	-0,3	-0,6	-0,9	-1,3
Investissements industriels	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
% du CA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	0,5%	0,5%
Cash Flow Libre	-1,0	-0,4	-0,8	-2,0	-2,4	-2,3	-0,3	1,3
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	1,3	1,5	0,3	2,7	1,4	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,1	0,1	-1,3	0,1	-1,2	-2,2	-4,5	-4,8
Variation dettes financières nettes	-0,2	-1,1	2,0	-0,7	2,2	4,5	4,8	3,5
Dettes financières nettes	0,4	-0,7	1,3	0,6	2,2	4,5	4,8	3,5

Répartition du CA/zone géographique



Evolution CA et marge opérationnelle



ENERTIME

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-0,58	-0,29	-0,32	-0,30	-0,25	-0,22	0,04	0,28
var. n/n-1	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-	-/+	+ /++
CFPA	-0,5	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	0,1	0,3
ANPA	0,7	0,6	0,4	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,3
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	ns							

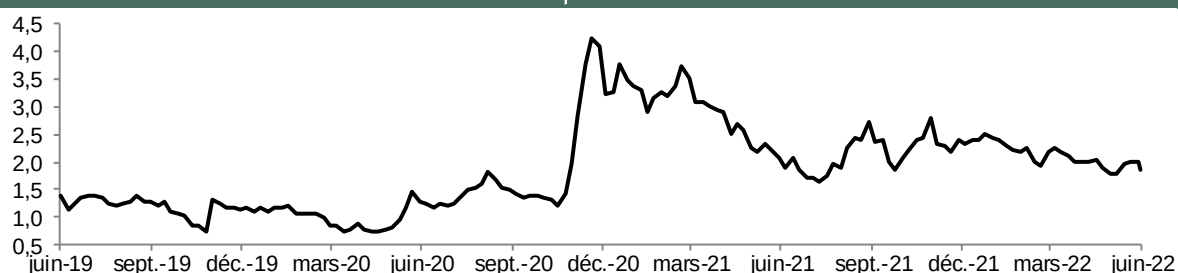
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	41,4	6,6
PCF (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	26,5	5,8
PAN (x)	8,1	3,0	3,3	5,0	14,3	ns	ns	6,7
VE/CA (x)	4,1	2,8	3,6	4,5	10,4	3,9	1,4	0,8
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	6,1
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	6,9
Free Cash Flow Yield (%)	-6,1%	-5,3%	-13,1%	-17,9%	-11,4%	-14,4%	-2,1%	8,3%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	17,1	8,3	5,8	11,1	21,0	15,5	15,5	15,5
Valeur d'Entreprise (VE)	17,4	7,6	6,7	11,4	22,5	19,3	19,6	18,3
Cours de référence (€)	5,4	1,9	1,3	1,5	2,5	1,9	1,9	1,9
Nb de titres (Mio)	3,202	4,316	4,316	7,333	8,324	8,324	8,324	8,324
Nb de titres corrigé (Mio)	3,193	4,299	4,316	7,333	8,533	8,533	8,533	8,533
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Date d'introduction	07/07/2016							
Cours d'introduction ajusté	7,7 €							

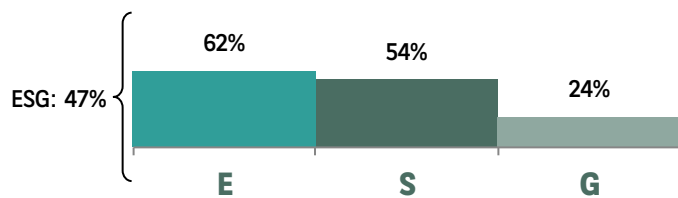
Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA S1	2,3	2,1	0,8	1,6	1,4
ROP S1	-1,7	-0,2	-0,8	-0,5	-1,0
RN pdg corrigé S1	-1,5	-0,2	-0,7	-0,4	-1,1
Marge opérationnelle S1	ns	-10,4%	ns	-30,1%	ns
Marge nette S1	ns	-7,6%	ns	-24,6%	ns
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S2	1,9	0,7	1,1	0,9	0,8
ROP S2	-0,5	-1,0	-0,5	-1,8	-1,3
RN pdg corrigé S2	-0,4	-1,1	-0,7	-1,8	-1,0
Marge opérationnelle S2	-25,4%	ns	-46,5%	ns	ns
Marge nette S2	-19,2%	ns	ns	ns	ns

Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S1	41,1%	-10,3%	-62,5%	+ /++	-11,4%
CA S2	-21,1%	-65,8%	66,2%	-13,8%	-18,9%
ROP S1	-/-	- -/-	+ /++	- -/-	+ /++
ROP S2	- -/-	+ /++	- -/-	+ /++	- -/-

Historique de cours





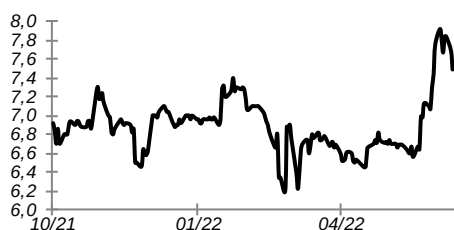
ENERTIME

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Oui	Oui	Oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	26%	21%	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Non	Non	Non	
Part des personnes en situation de handicap	3,0%	7,0%	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	15%	69%	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	15%	10%	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	35 312	64 312	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,0	0,0	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Non	Non	Non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	6	6	5	
<i>dont indépendants</i>	4	5	4	
<i>dont femmes</i>	1	2	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	non	non	non	
Comité des risques	non	non	non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	non	non	non	
Comité RSE	non	non	non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	non	non	non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	15%	8,0%	7,6%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	non	non	non	
Déclaration de la rémunération du CEO	non	non	non	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	non	non	non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	non	non	non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	non	non	non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	25%	22%	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

ENTECH
Energie



Cours : 7,49€

14 Juin 2022

Objectif : 9,90€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0014004362 / ALESE
Reuters / Bloomberg ALESE.PA / ALESE:FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **105,3**
Flottant (%) 28,6%
Nbre de Titres (Mio) 14,062
Date de clôture 31-Mar

Actionnariat
SAS ENJOY (Christopher Franquet) 47,2%
SAS MEFAUDE (Laurent Meyer) 16,7%
Unexo 3,2%
EPOPEE Gestion 3,0%

	20	21e	22e
PER	-	ns	ns
PCF	-	ns	ns
VE/CA	-	5,0	3,8
VE/ROP	-	ns	ns
PAN	-	4,2	4,4
Rendement	-	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-	-9,4%	-5,2%
ROACE	ns	0,0%	ns

CA	9,4	20,8	29,7
CA précédent	9,4	20,8	29,7
var. n/n-1	66,7%	120,8%	42,7%
EBE	-0,8	0,5	0,9
ROC	-1,3	-0,3	-2,1
% CA	-14,1%	-1,4%	-6,9%
ROP	-0,7	-0,3	-2,1
% CA	-7,9%	-1,4%	-6,9%
RN Pdg publié	-0,3	0,0	-1,3
% CA	-3,6%	0,0%	-4,4%

BNPA	-0,03	0,00	-0,09
BNPA précédent	-0,03	0,00	-0,09
var. n/n-1	-	ns	ns
BNPA Cor	-0,09	0,00	-0,09
ANPA	0,3	1,8	1,7
Dividende net	0,00	0,00	0,00
DFN	8,3	-3,8	5,7

Nicolas Royot, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
nicolas.royot@bnpparibas.com

Sans maîtrise, la puissance n'est rien

Activité

Entech conçoit et intègre des technologies clés (stockage, conversion électrique, pilotage intelligent) qui facilitent l'intégration croissante des énergies renouvelables dans le mix énergétique. La société se positionne sur une approche projet, en proposant aux clients une solution clé en main : solutions de production d'énergies renouvelables, de stockage (batteries ou hydrogène), de conversion et de pilotage de l'ensemble de la structure pour optimiser son efficacité et le retour sur investissement du client. Agnostique, Entech conçoit le projet et choisit les composants les plus adaptés selon les contraintes de performance, de coûts et fiabilité, en ajoutant son logiciel propriétaire pour piloter intelligemment l'ensemble des éléments et apporter de la valeur ajoutée au gestionnaire de réseau.

Marché / Concurrence

L'enjeu du développement du stockage de l'électricité est majeur pour accroître la part des énergies renouvelables dans le mix énergétique (elle pourrait dépasser 50% en 2035 et 70% en 2050) et sécuriser les réseaux, confrontés à la problématique inhérente à une production d'énergie de plus en plus intermittente et décentralisée. Ces contraintes d'intégration complexifient la gestion des réseaux. Des systèmes intelligents sont par conséquent nécessaires pour stocker et contrôler la distribution d'électricité selon les besoins très variables des clients.

Stratégie / Perspectives

Entech a déjà réalisé plus de 230 projets en cinq ans auprès d'acteurs prestigieux (Neoen, Voltaia, EDF, Engie, ZE Energy...) et bénéficie de solides relations avec des fournisseurs clés (CATL, Siemens, LG...). La société vise pour 2025 (clôture 31/03/2026) un CA de 130M€ associé à une marge d'EBITDA d'environ 20%. Nous identifions de nombreux leviers de croissance. Citons : 1/ la progression du marché et sa profondeur ; 2/ la récurrence de l'activité avec les clients existants ; 3/ la signature potentielle de contrats cadres avec des grands développeurs ou énergéticiens (Voltaia, Neoen, Total, Bolloré...) ; 4/ l'accélération du déploiement à l'international (déjà >30% du CA), en Europe et en Afrique en priorité ; 5/ la hausse de la taille des projets (de 1,5M€ à 5M€) ; 6/ le co-développement de projets qui augmente la probabilité de succès sur les futurs contrats et la récurrence des revenus sur la partie exploitation ; 7/ le repowering ou le remplacement de solutions de stockage à échéance de leur durée de vie. Depuis fin 2021, la hausse des prix de l'énergie conduit à une accélération du nombre de projets, dans la Production comme dans le Stockage. Malgré la hausse des coûts (batteries et panneaux solaires), la rentabilité des projets de stockage s'améliore face à la hausse des prix de l'électricité. Face à cette demande, le groupe est de plus en plus sélectif et se concentre sur les projets les plus rentables et ceux avec des clients qui peuvent représenter des donneurs d'ordres récurrents. De nombreux projets, de taille importante, sont en cours de négociation. Le délai de négociation des projets raccourcit, grâce à la répétition des ordres avec les mêmes clients.

Valorisation

Objectif 9,9€/action (DCF, Comparables, SOP).

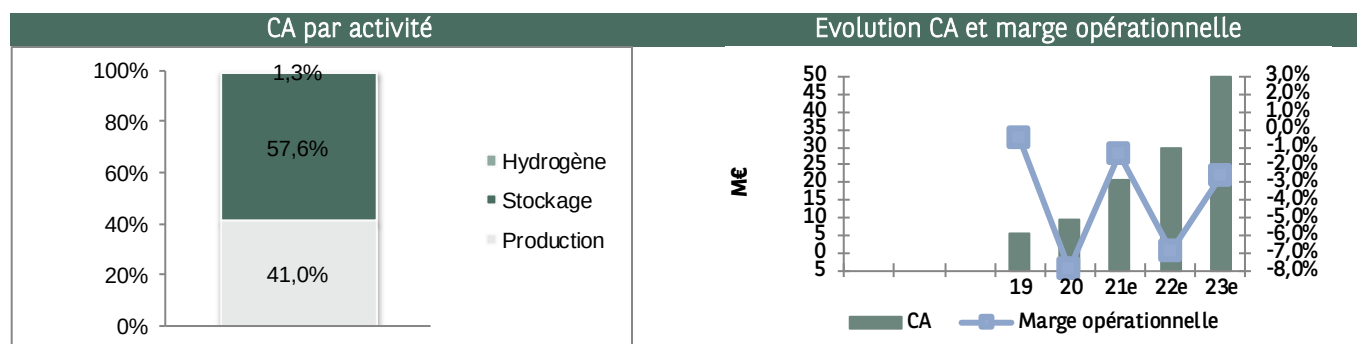
La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 13/06/2022 - 11:46 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

ENTECH

Exploitation	-	-	-	19	20	21e	22e	23e
CA	-	-	-	5,7	9,4	20,8	29,7	50,0
var. n/n-1	-	-	-	-/+	66,7%	+ /++	42,7%	68,2%
var. organique	-	-	-	0,0%	66,7%	120,8%	42,7%	68,2%
EBE	-	-	-	1,0	-0,8	0,5	0,9	3,9
ROC	-	-	-	0,0	-1,3	-0,3	-2,1	-1,3
var. n/n-1	-	-	-	- -/-	+ /++	- -/-	+ /++	- -/-
ROP	-	-	-	0,0	-0,7	-0,3	-2,1	-1,3
RCAI	-	-	-	-0,2	-1,5	-0,6	-2,4	-1,6
IS	-	-	-	0,7	0,6	0,6	1,1	1,4
RN Pdg publié	-	-	-	0,6	-0,3	0,0	-1,3	-0,3
RN Pdg corrigé	-	-	-	0,5	-0,9	0,0	-1,3	-0,3
var. n/n-1	-	-	-	-/+	+/-	-/+	+/-	- -/-
Tmva CA - / 2022e	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge brute (%)	-	-	-	77,7%	53,0%	55,0%	55,0%	55,0%
Marge opérationnelle (%)	-	-	-	-0,5%	-7,9%	-1,4%	-6,9%	-2,6%
Marge nette (%)	-	-	-	9,7%	-9,7%	0,0%	-4,4%	-0,5%
Taux IS (%)	-	-	-	402,1%	38,7%	101,2%	44,5%	83,3%
Frais de personnel / CA (%)	-	-	-	-33,7%	-26,5%	-	-	-
CA/effectif (K€)	-	-	-	149	189	-	-	-
var. n/n-1	-	-	-	-/+	26,7%	-	-	-
Effectif moyen	-	-	-	38	50	-	-	-
var. n/n-1	-	-	-	-/+	31,6%	-	-	-

Bilan	-	-	-	19	20	21e	22e	23e
Fonds propres Pdg	-	-	-	3,1	2,7	26,1	24,8	24,5
Dettes financières nettes	-	-	-	3,6	8,3	-3,8	5,7	15,3
Autres	-	-	-	0,3	0,7	0,7	0,7	0,7
Capitaux investis	-	-	-	7,6	12,3	23,6	31,7	41,1
Immobilisations nettes	-	-	-	2,3	2,5	4,8	10,5	14,4
dont écarts d'acquisition	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	-	-	-	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
BFR	-	-	-	5,3	9,8	18,8	21,2	26,7
Actif économique	-	-	-	7,6	12,3	23,6	31,7	41,1
Gearing (%)	-	-	-	97,2%	256,2%	-14,1%	22,3%	60,9%
BFR/CA (%)	-	-	-	93,7%	103,8%	90,4%	71,2%	53,4%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	3,8	ns	ns	6,5	4,0
ROE (%)	-	-	-	17,8%	ns	0,0%	ns	ns
ROACE (%) après IS normé	-	-	-	-	ns	0,0%	ns	ns

Financement	-	-	-	19	20	21e	22e	23e
Cash Flow	-	-	-	1,6	0,2	0,8	1,6	4,9
Variation BFR	-	-	-	-3,3	-4,1	-9,0	-2,3	-5,5
Investissements industriels	-	-	-	-1,1	-0,5	-2,0	-5,0	-5,0
% du CA	-	-	-	20,3%	5,6%	9,6%	16,8%	10,0%
Cash Flow Libre	-	-	-	-2,9	-4,4	-10,3	-5,7	-5,6
Cessions d'actifs	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-	-	-	0,0	-0,2	0,0	-2,5	-2,5
Dividendes	-	-	-	-0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	-	-	-	0,0	0,0	23,4	0,0	0,0
Autres	-	-	-	-0,2	0,0	-	-	-
Variation dettes financières nettes	-	-	-	3,6	4,7	-12,1	9,4	9,6
Dettes financières nettes	-	-	-	3,6	8,3	-3,8	5,7	15,3



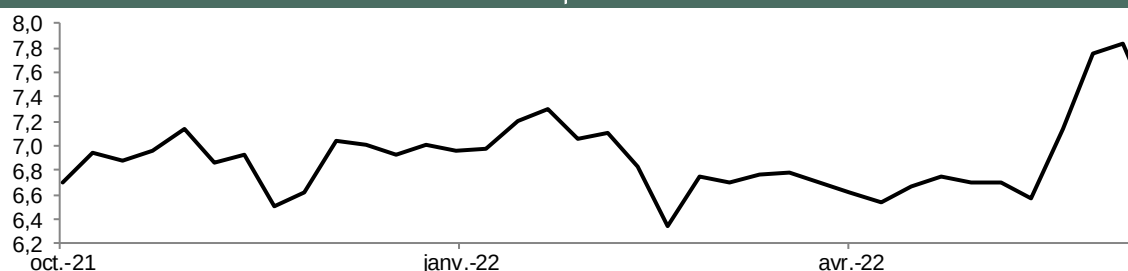
ENTECH

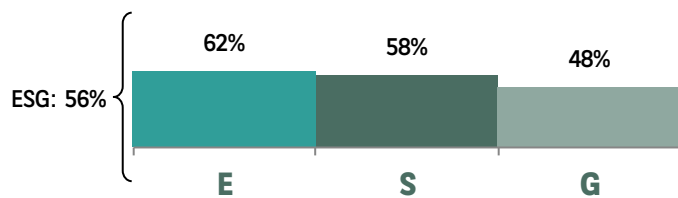
Données par action	-	-	-	19	20	21e	22e	23e
BNPA	-	-	-	-	-0,03	0,00	-0,09	-0,02
var. n/n-1	-	-	-	-	- -/-	-/+	+/-	- -/-
CFPA	-	-	-	-	0,0	0,1	0,1	0,3
ANPA	-	-	-	-	0,3	1,8	1,7	1,7
Dividende net (versé en n+1)	-	-	-	-	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA - / 2022e	-	-	-	-	-	-	-	-
Tmva CFPA - / 2022e	-	-	-	-	-	-	-	-

Valorisation	-	-	-	19	20	21e	22e	23e
PER (x)	-	-	-	-	-	ns	ns	ns
PCF (x)	-	-	-	-	-	ns	ns	22,3
PAN (x)	-	-	-	-	-	4,2	4,4	4,5
VE/CA (x)	-	-	-	-	-	5,0	3,8	2,5
VE/EBE (x)	-	-	-	-	-	ns	ns	ns
VE/ROP (x)	-	-	-	-	-	ns	ns	ns
Free Cash Flow Yield (%)	-	-	-	-	-	-9,4%	-5,2%	-5,1%
Rendement (%)	-	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	-	-	-	-	-	108,6	108,6	108,6
Valeur d'Entreprise (VE)	-	-	-	-	-	104,9	114,3	123,9
Cours de référence (€)	-	-	-	-	-	7,5	7,5	7,5
Nb de titres (Mio)	-	-	-	-	10,010	14,493	14,493	14,493
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	10,010	14,633	14,633	14,633
% de la dilution	-	-	-	-	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Date d'introduction	04/10/2021							
Cours d'introduction ajusté	7,0 €							

Données intermédiaires	-	-	-	19	20	21	22	23
CA T1	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S1	-	-	-	-	-	8,3	-	-
ROP S1	-	-	-	-	-	-0,5	-	-
RN pdg corrigé S1	-	-	-	-	-	-0,2	-	-
Marge opérationnelle S1	-	-	-	-	-	-6,2%	-	-
Marge nette S1	-	-	-	-	-	-2,6%	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S2	-	-	-	-	-	-	-	-
ROP S2	-	-	-	-	-	-	-	-
RN pdg corrigé S2	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle S2	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge nette S2	-	-	-	-	-	-	-	-
Taux de croissance (n/n-1)								
CA T1	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S1	-	-	-	-	-	-/+	-	-
CA S2	-	-	-	-	-	-	-	-
ROP S1	-	-	-	-	-	- -/-	-	-
ROP S2	-	-	-	-	-	-	-	-

Historique de cours





ENTECH

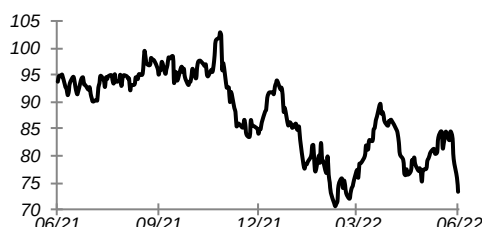
Critères ESG Portzamparc			
	2020	2021	Commentaires
ENVIRONNEMENT			
Empreinte carbone			
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	Non
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	ND	ND	Oui
Politique environnementale			
Publication d'un rapport environnemental	ND	ND	Non
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	ND	ND	Non
Certification 14001	ND	ND	Non
SOCIAL			
Promotion de la diversité			
Part des femmes dans la société	ND	ND	18%
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	Oui
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND
Formation			
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	96%
Recrutement & Attractivité			
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	5,0%
Certification Great Place To Work / Happy At Work	ND	ND	Non
Conditions de travail			
Présence d'un DRH au comité de direction	ND	ND	Non
Encouragement de l'actionnariat salarié	ND	ND	Oui
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	0,0
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT			
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	ND	ND	15/19
Composition des instances de gouvernance			
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	ND	ND	Non
Nombre de membres composants le conseil d'administration	ND	ND	6
<i>dont indépendants</i>	ND	ND	3
<i>dont femmes</i>	ND	ND	3
Administrateur représentant les salariés au CA	ND	ND	Non
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND
Comité d'audit	ND	ND	Non
Comité des risques	ND	ND	Non
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	ND	ND	Non
Comité RSE	ND	ND	Non
Respect des actionnaires minoritaires			
Droits de votes doubles/multiples	ND	ND	Oui
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	ND	ND	76%
Rémunération des dirigeants			
Transparence sur la rémunération variable du CEO	ND	ND	Oui
Déclaration de la rémunération du CEO	ND	ND	Oui
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	Oui
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES			
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	Oui
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	Oui
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	100%



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

EQUASENS

Santé



Cours : 73,30€ 14 Juin 2022

Objectif : 104,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique FR0012882389 / PHA
Reuters / Bloomberg PHA.PA / PHA:FP
Indice CAC Mid 60
Éligibilité PEA-PME Non

Euronext

Capitalisation (M€) **1 112,3**
Flottant (%) 32,3%
Nbre de Titres (Mio) 15,174
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat

Marque Verte Santé 60,5%
La Cooperative Welcoop 6,1%
Part du public 32,3%
Auto-détention 1,0%

	21	22e	23e
PER	37,4	24,6	21,5
PCF	29,4	17,9	15,7
VE/CA	7,7	5,1	4,5
VE/ROP	29,4	19,0	16,4
PAN	9,2	5,9	5,0
Rendement	1,0%	1,4%	1,6%
Free Cash Flow Yield	2,5%	4,0%	4,7%
ROACE	22,5%	24,6%	27,6%

CA	193,1	215,6	237,4
CA précédent	193,1	215,6	237,4
var. n/n-1	12,4%	11,7%	10,1%
EBE	62,7	72,8	82,5
ROC	50,5	57,8	65,2
% CA	26,1%	26,8%	27,5%
ROP	50,3	57,8	65,2
% CA	26,0%	26,8%	27,5%
RN Pdg publié	39,1	45,3	51,6
% CA	20,3%	21,0%	21,7%

BNPA	2,58	2,98	3,40
BNPA précédent	2,58	2,98	3,40
var. n/n-1	27,4%	15,8%	14,0%
BNPA Cor	2,59	2,98	3,40
ANPA	10,5	12,4	14,6
Dividende net	1,05	1,21	1,37
DFN	19,3	-5,6	-36,2

Gaétan Calabro, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 68
gaetan.calabro@bnpparibas.com

Au cœur d'un système de santé en mutation

Activité

Equasens (ex-Pharmagest Interactive) est une entreprise de technologies et de services à destination du secteur de la santé, notamment leader français de l'informatique officinale avec 41% de parts de marché. Opérant principalement en France (91% CA), le groupe dispose de cinq divisions : Pharmacie (73% CA), Axygate (ex-« Établissements Sanitaires et Médico-Sociaux » ; 15% CA), e-Connect (ex-« e-Santé » ; 10% CA) Medical Soft (comprenant uniquement l'acquisition récente Prokov Editions à ce stade ; 2% CA) et Fintech (1% CA).

Marché / Concurrence

La crise sanitaire a mis en lumière la nécessité de moderniser le système de santé. Acté dans le cadre du Ségur de la santé, le plan de relance prévoit 3,5Mds€ d'investissements (sur 3 à 5 ans) consacrés au numérique. Nous retenons 7 acteurs du numérique en santé présents sur une ou plusieurs activités, en considérant que CompuGroup Medical est le plus proche comparable en matière de positionnement (logiciels pharma, médecins, hôpitaux, passerelle numérique de santé...).

Stratégie / Perspectives

Si le profil est résilient (66% CA et 68% MB récurrents), le groupe est avant tout un exemple de modèle de croissance rentable avec un quasi-doublement du CA sur la période 2012-21 et une progression de la MOC de 7,6pts à 26,1%, soit la plus élevée du secteur. L'amélioration du mix grâce au développement des activités hors-Pharmacie mieux margées (30 à 40% de MOC vs. Division Pharmacie à 23,5%) lui permet d'avoir encore du levier opérationnel (1/ lancement de nouvelles offres et diversification d'offres existantes vers d'autres catégories d'établissements (Cliniques SSR/Psy), 2/ déploiement des services de messagerie instantanée PandaLab à l'ensemble des acteurs (idem partenariat Elsan), 3/ l'accélération des solutions e-Connect dans un contexte porteur). Nous tablons sur un taux de croissance annuel moyen du CA de 11% sur la période 2021-24 avec une progression de 2pts de la MOC pour atteindre à minima 28% d'ici 2024. A l'occasion des résultats annuels fin mars, le groupe a dévoilé une feuille de route particulièrement riche pour 2022 et qui sous-tend une accélération de la croissance organique compte tenu des nombreux projets sur l'ensemble des divisions (volet 1 Segur Numérique en Santé : 18,5M€ sur 5 ans; Pharma en Italie ; Lancement logiciel infirmier ; Appel d'offres en cours en GHT ; e-Connect : accélération PandaLab pro, nouvelles gammes Noviacare, etc.). Le très haut niveau de transformation en cash (OCF/EBITDA) devrait se maintenir autour de 80% sur les prochains exercices et la structure financière reste particulièrement saine (levier financier 0,3x et aucun covenant) afin de poursuivre une stratégie d'acquisitions ciblées (voire plus structurantes).

Valorisation

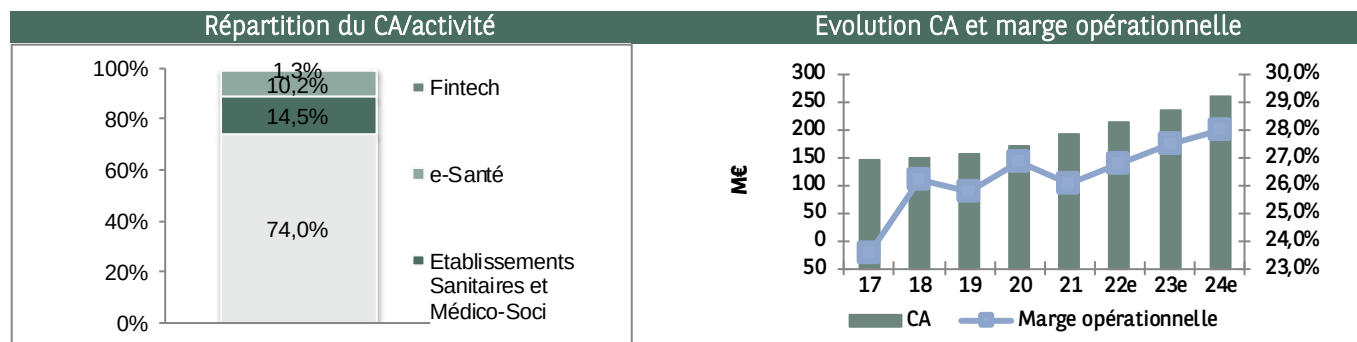
Objectif à 104€/action (70% DCF 111,5€, 30% Comparables 86,5€). La valorisation reste exigeante mais selon nous justifiée par la qualité du dossier et en-deçà des multiples transactionnels observés dans le secteur récemment (jusqu'à 13x VE/CA ou 21x VE/BITDA).

EQUASENS

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	146,8	148,5	158,6	171,8	193,1	215,6	237,4	262,0
var. n/n-1	14,4%	1,1%	6,8%	8,3%	12,4%	11,7%	10,1%	10,4%
var. organique	0,0%	8,3%	5,6%	0,5%	7,2%	10,0%	10,1%	10,4%
EBE	39,1	44,3	48,9	55,8	62,7	72,8	82,5	93,7
ROC	34,5	38,9	40,8	46,7	50,5	57,8	65,2	73,4
var. n/n-1	10,0%	12,6%	5,1%	14,2%	8,1%	14,6%	12,8%	12,5%
ROP	34,5	38,9	40,8	46,1	50,3	57,8	65,2	73,4
RCAI	35,1	39,9	42,3	45,9	51,9	57,5	64,9	73,0
IS	-9,4	-11,2	-11,7	-11,6	-9,6	-9,1	-10,0	-11,0
RN Pdg publié	23,2	25,4	28,4	30,7	39,1	45,3	51,6	58,3
RN Pdg corrigé	23,2	25,4	27,0	31,1	39,3	45,3	51,6	58,3
var. n/n-1	12,6%	9,7%	6,4%	15,1%	26,3%	15,4%	14,0%	12,9%
Tmva CA 2019 / 2023e	10,6%							
Marge brute (%)	72,5%	82,0%	81,1%	81,2%	80,9%	81,9%	82,5%	82,8%
Marge opérationnelle (%)	23,5%	26,2%	25,8%	26,9%	26,0%	26,8%	27,5%	28,0%
Marge nette (%)	15,8%	17,1%	17,0%	18,1%	20,3%	21,0%	21,7%	22,2%
Taux IS (%)	26,8%	28,1%	27,6%	25,3%	18,5%	15,7%	15,4%	15,1%
Frais de personnel / CA (%)	32,1%	35,7%	35,5%	35,4%	35,6%	35,5%	35,5%	35,0%
CA/effectif (K€)	218	209	215	228	248	-	-	-
var. n/n-1	11,8%	-4,1%	2,6%	6,0%	8,8%	-	-	-
Effectif moyen	672	709	738	754	779	-	-	-
var. n/n-1	2,3%	5,5%	4,1%	2,2%	3,3%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	113,3	113,8	127,6	143,3	159,0	188,5	222,0	259,7
Dettes financières nettes	-38,8	-18,1	6,9	8,5	19,3	-5,6	-36,2	-75,1
Autres	5,2	4,7	5,5	6,4	7,7	7,6	7,7	7,6
Capitaux investis	82,2	103,6	144,3	163,9	192,2	194,8	195,9	192,4
Immobilisations nettes	84,4	117,1	160,5	184,9	207,7	208,9	209,4	208,7
dont écarts d'acquisition	57,8	70,2	79,8	102,2	123,2	123,2	123,2	123,2
dont financières	20,7	38,4	61,3	55,3	56,9	56,9	56,9	56,9
BFR	-2,2	-13,4	-16,2	-21,0	-15,5	-14,1	-13,5	-16,4
Actif économique	82,2	103,6	144,3	163,9	192,2	194,8	195,9	192,4
Gearing (%)	-33,5%	-15,5%	5,2%	5,7%	11,7%	-2,9%	-16,1%	-28,9%
BFR/CA (%)	-1,5%	-9,0%	-10,2%	-12,3%	-8,0%	-6,5%	-5,7%	-6,3%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	0,1	0,2	0,3	ns	ns	ns
ROE (%)	20,4%	22,3%	22,3%	21,4%	24,6%	24,0%	23,3%	22,5%
ROACE (%) après IS normé	33,0%	28,5%	22,6%	21,4%	22,5%	24,6%	27,6%	31,4%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	28,6	33,0	35,8	42,0	50,0	62,2	70,8	80,8
Variation BFR	-1,1	-4,3	4,9	5,2	-2,5	-1,5	-0,6	2,9
Investissements industriels	-7,7	-11,1	-17,0	-19,7	-10,4	-16,2	-17,8	-19,7
% du CA	5,2%	7,5%	10,7%	11,5%	5,4%	7,5%	7,5%	7,5%
Cash Flow Libre	19,8	17,7	23,7	27,5	37,1	44,6	52,5	64,0
Cessions d'actifs	0,0	0,3	0,5	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-10,5	-9,1	-16,8	-19,5	-25,9	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-10,0	-11,9	-13,5	-14,5	-15,0	-15,8	-18,1	-20,7
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-5,2	-17,7	-18,9	4,8	-7,2	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	5,9	20,7	25,0	1,7	10,7	-24,9	-30,6	-39,0
Dettes financières nettes	-38,8	-18,1	6,9	8,5	19,3	-5,6	-36,2	-75,1



EQUASENS

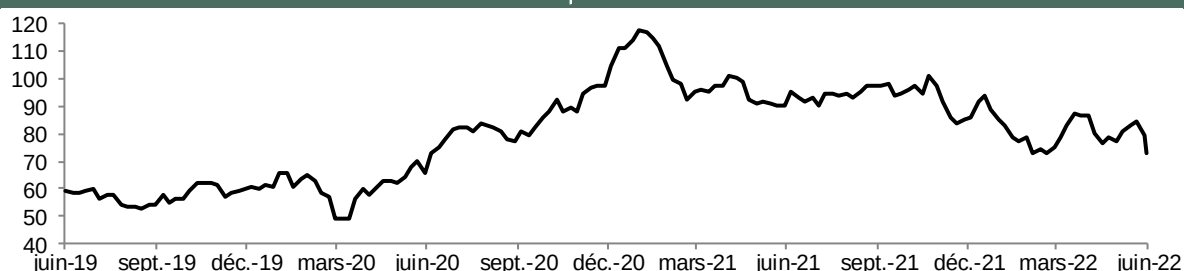
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1,55	1,70	1,89	2,02	2,58	2,98	3,40	3,84
var. n/n-1	12,8%	9,5%	5,9%	13,9%	26,3%	15,4%	14,0%	12,9%
CFPA	1,9	2,2	2,4	2,8	3,3	4,1	4,7	5,3
ANPA	7,6	7,6	8,5	9,4	10,5	12,4	14,6	17,1
Dividende net (versé en n+1)	0,75	0,85	0,90	0,95	1,05	1,21	1,37	1,55
Payout (%)	48,4%	50,1%	50,1%	46,4%	40,6%	40,4%	40,4%	40,4%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	17,3%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	18,3%							

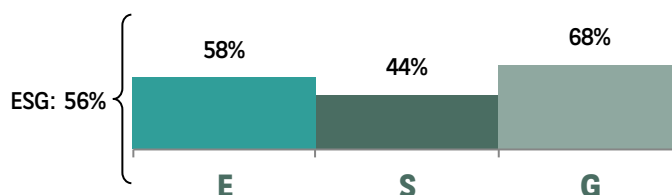
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	26,4	32,4	31,7	36,6	37,4	24,6	21,5	19,1
PCF (x)	21,4	24,9	24,0	27,1	29,4	17,9	15,7	13,8
PAN (x)	5,4	7,2	6,7	7,9	9,2	5,9	5,0	4,3
VE/CA (x)	3,9	5,4	5,5	6,6	7,7	5,1	4,5	3,9
VE/EBE (x)	14,7	18,2	17,7	20,5	23,6	15,1	12,9	11,0
VE/ROP (x)	16,7	20,8	21,3	24,8	29,4	19,0	16,4	14,0
Free Cash Flow Yield (%)	3,2%	2,1%	2,8%	2,4%	2,5%	4,0%	4,7%	5,8%
Rendement (%)	1,6%	1,4%	1,5%	1,2%	1,0%	1,4%	1,6%	1,9%
Capitalisation (M€)	611,7	823,4	857,3	1 127,7	1 454,1	1 101,4	1 101,4	1 101,4
Valeur d'Entreprise (VE)	575,4	808,5	868,5	1 141,9	1 479,6	1 100,0	1 067,5	1 026,4
Cours de référence (€)	40,9	55,0	57,1	75,1	96,8	73,3	73,3	73,3
Nb de titres (Mio)	14,949	14,969	15,025	15,025	15,025	15,025	15,025	15,025
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	1,5%	1,4%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Date d'introduction	20/10/2000							
Cours d'introduction ajusté	21,5 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22	24
CA T1	30,8	34,6	38,2	39,0	45,3	49,4	-
CA T2	32,4	37,6	38,7	38,9	48,6	-	-
CA S1	72,0	72,2	76,9	77,9	93,9	-	-
ROP S1	16,6	17,4	18,6	20,2	24,5	-	-
RN pdg corrigé S1	10,5	11,4	12,3	13,0	16,6	-	-
Marge opérationnelle S1	23,1%	24,1%	24,3%	25,9%	26,0%	-	-
Marge nette S1	14,6%	15,8%	16,0%	16,7%	17,7%	-	-
CA T3	29,7	35,4	35,3	44,3	44,2	-	-
CA T4	36,7	40,9	46,4	49,5	55,0	-	-
CA S2	74,8	76,3	81,7	93,8	99,2	-	-
ROP S2	17,9	21,5	22,2	25,9	25,8	-	-
RN pdg corrigé S2	12,6	14,0	14,7	18,1	22,7	-	-
Marge opérationnelle S2	24,0%	28,2%	27,2%	27,6%	26,0%	-	-
Marge nette S2	16,9%	18,3%	18,0%	19,3%	22,9%	-	-

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>							
CA T1	1,2%	12,2%	10,3%	2,2%	16,1%	9,1%	-
CA T2	-1,9%	15,8%	3,1%	0,5%	24,9%	-	-
CA T3	-0,9%	19,2%	-0,4%	25,7%	-0,3%	-	-
CA T4	5,2%	11,5%	13,5%	6,6%	11,1%	-	-
CA S1	13,4%	0,2%	6,5%	1,4%	20,5%	-	-
CA S2	15,3%	2,1%	7,0%	14,9%	5,7%	-	-
ROP S1	6,4%	4,6%	7,4%	8,4%	20,9%	-	-
ROP S2	13,6%	20,1%	3,2%	16,7%	-0,4%	-	-

Historique de cours





EQUASENS

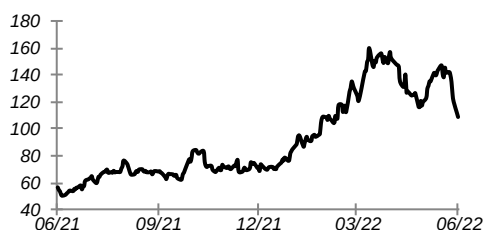
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	4,6	4,3	Economie circulaire et recyclage (25,9 tonnes de DEEE (Déchets d'Equipements Electriques et Electroniques) recyclés en 2021).
Politique de compensation des émissions CO2	Oui	Oui	Oui	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	29%	31%	30%	Taux dans la norme du secteur d'activité (informatique, Recherche et Développement) selon le groupe.
Index égalité salariale femmes / hommes	87	86	89	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	37%	29%	27%	Part des salariés ayant reçu une formation en France.
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	Les salariés ne possèdent pas plus de 3% du capital social dans le cadre de l'épargne salariale.
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	4,1%	5,1%	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	5,5	2,4	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	Oui	Middlednext depuis 2010.
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	11	12	12	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	5	5	5	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	96%	96%	ND	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	Sera créé en 2022.
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	67%	67%	67%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	7,87	7,73	7,85	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	Une réflexion est menée sur la mise en place d'une Charte d'Achats Groupe pour une relation client-fournisseur profitable et responsable.
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	Mise en place de la norme NF Service et ISO18295-1 Centres de contact clients (en cours d'obtention).
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

ERAMET

Industrie



Cours : 108,90€ 14 Jun 2022

Objectif : 210,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0000131757 / ERA
Reuters / Bloomberg ERMT.PA / ERA:FP
Indice CAC Small
Eligibilité PEA-PME Non

Capitalisation (M€) **3 131,4**
Flottant (%) 31,3%
Nbre de Titres (Mio) 28,755
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Famille Duval 36,9%
APE 25,6%
Société Territoriale Caledonienne D 4,0%
BRGM 1,3%

	21	22e	23e
PER	2,6	2,7	6,4
PCF	1,8	1,8	2,9
VE/CA	0,8	0,7	0,8
VE/ROP	3,5	2,2	4,6
PAN	1,6	1,4	1,2
Rendement	0,0%	2,3%	4,1%
Free Cash Flow Yield	31,1%	34,2%	25,7%
ROACE	25,0%	41,7%	16,0%

	3 668,0	5 307,0	4 288,1
CA	3 668,0	5 307,0	4 288,1
CA précédent	3 668,0	5 307,0	4 288,1
var. n/n-1	3,2%	44,7%	-19,2%
EBE	1 051,3	1 895,0	1 109,8
ROC	784,3	1 596,8	771,6
% CA	21,4%	30,1%	18,0%
ROP	879,3	1 745,8	771,6
% CA	24,0%	32,9%	18,0%
RN Pdg publié	298,1	1 179,8	466,7
% CA	8,1%	22,2%	10,9%

	11,31	44,77	17,71
BNPA	11,31	44,77	17,71
BNPA précédent	11,31	44,77	17,71
var. n/n-1	ns	295,7%	-60,4%
BNPA Cor	23,87	39,77	17,08
ANPA	38,4	80,7	93,9
Dividende net	2,50	4,44	4,39
DFN	857,0	-174,0	-799,3

Nicolas Montel, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 59 10
nicolas.montel@bnpparibas.com

Développement dans les métaux de la transition énergétique

Activité

Eramet est un groupe minier et métallurgique français parmi les leaders mondiaux dans le manganèse (mine de Moanda). Le groupe dispose également d'importants actifs dans le nickel (SLN et participation dans Weda Bay), les sables minéralisés (zircon et laitier de titane principalement) et les alliages haute performance (sociétés Aubert & Duval et Erasteel). L'essentiel des résultats du groupe provient des activités de manganèse. Au Gabon, Eramet possède en effet un actif de classe mondiale : importantes ressources, coûts de production parmi les plus compétitifs du secteur et donc important flux de cash.

Marché / Concurrence

La production d'acier représente 90% des débouchés du manganèse. Le marché du manganèse suit ainsi globalement les tendances de l'acier avec une croissance moyenne par an de la production mondiale de 1,7%. Peu d'acteurs sont présents dans l'extraction du manganèse. Eramet occupe ainsi la deuxième place mondiale avec sa seule mine gabonaise. Les autres principaux producteurs sont le plus souvent des géants miniers comme South32, Anglo American et Vale. Le nickel est lui principalement utilisé dans la production d'acier inoxydable. Son utilisation dans les batteries est estimée à l'heure actuelle à 6% mais constitue une part croissante des débouchés. Autrefois cœur de l'activité d'Eramet, les activités de nickel du groupe sont devenues marginales en termes de contribution et constituent régulièrement un important foyer de perte. Un plan de réorganisation de l'activité a ainsi été mis en place (exportation des minerais à faible teneur, réorganisation de la production et réduction de la facture énergétique). Les cinq principaux producteurs mondiaux de nickel sont Vale, Norilsk Nickel, Jinchuan Group, Glencore et BHP Group.

Stratégie / Perspectives

Le groupe articule sa stratégie autour de 3 axes : 1/ réorganiser/repositionner ou vendre les actifs les moins performants (A&D, Erasteel, Sandouville et SLN), 2/ croître dans les activités les plus performantes (développement d'un 2^e plateau de production à Moanda et hausse de la production à Weda Bay) et 3/ étendre le portefeuille dans les métaux de la transition énergétique (projet dans le lithium en Argentine lancé), sel de nickel et de cobalt pour les batteries à Weda Bay (annonce de lancement attendue cette année). Sur 2022, les bons résultats du T1 et la poursuite des niveaux élevés des cours des minerais et des alliages ont conduit le management à relever ses indications d'EBITDA 2022 à plus de 1 500M€ (vs environ 1 200M€ précédemment) soit une hausse de plus de 43% par rapport à 2021. Bien qu'intégrant des baisses progressives des cours sur le reste de 2022, notre estimation est encore plus ambitieuse à 1 895M€.

Valorisation

Nous valorisons Vilmorin par les DCF à 200,0€ auquel nous ajoutons une prime ESG de 5%. Malgré sa hausse, le titre continue de se traiter sur des multiples historiquement faibles. Il bénéficie par ailleurs d'upsides potentiels non encore intégrés (projet d'une usine de production de nickel de classe 1 pour le marché des batteries avec BASF en Indonésie).

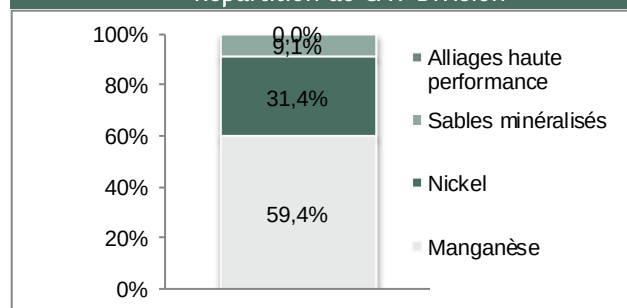
ERAMET

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	3 528,0	3 725,0	3 671,0	3 553,0	3 668,0	5 307,0	4 288,1	4 418,4
var. n/n-1	21,8%	5,6%	-1,4%	-3,2%	3,2%	44,7%	-19,2%	3,0%
var. organique	21,8%	3,4%	-3,0%	-3,2%	3,2%	44,7%	-19,2%	3,0%
EBE	845,0	828,0	630,0	398,0	1 051,3	1 895,0	1 109,8	1 507,0
ROC	598,0	575,0	341,0	106,0	784,3	1 596,8	771,6	1 192,3
var. n/n-1	+ / ++	-3,8%	-40,7%	-68,9%	+ / ++	+ / ++	-51,7%	54,5%
ROP	513,0	398,0	223,0	-455,0	879,3	1 745,8	771,6	1 192,3
RCAI	438,0	362,0	82,0	-555,0	889,1	1 914,9	891,4	1 424,7
IS	-216,0	-243,0	-227,0	-121,0	-98,0	-422,8	-267,5	-345,6
RN Pdg publié	203,0	53,0	-184,0	-675,0	298,1	1 179,8	466,7	845,0
RN Pdg corrigé	203,0	52,0	-184,0	-114,0	629,1	1 048,0	450,1	827,2
var. n/n-1	- / +	-74,4%	+ / -	- - / -	- / +	66,6%	-57,0%	83,8%
Tmva CA 2019 / 2023e	4,0%							
Marge brute (%)	28,6%	27,0%	22,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Marge opérationnelle (%)	14,5%	10,7%	6,1%	-12,8%	24,0%	32,9%	18,0%	27,0%
Marge nette (%)	5,8%	1,4%	-5,0%	-3,2%	17,2%	19,7%	10,5%	18,7%
Taux IS (%)	49,3%	67,1%	276,8%	-21,8%	11,0%	22,1%	30,0%	24,3%
Frais de personnel / CA (%)	20,1%	19,7%	19,7%	20,6%	14,2%	-	-	-
CA/effectif (K€)	310	305	298	279	284	-	-	-
var. n/n-1	34,3%	-1,5%	-2,6%	-6,3%	1,9%	-	-	-
Effectif moyen	11 377	12 197	12 336	12 746	12 915	-	-	-
var. n/n-1	-9,3%	7,2%	1,1%	3,3%	1,3%	-	-	-

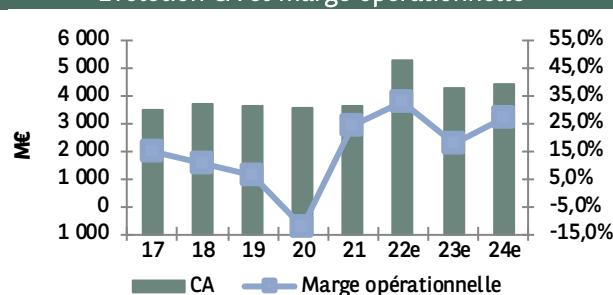
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	1 694,0	1 606,0	1 398,0	764,0	1 012,0	2 125,8	2 475,3	3 204,5
Dettes financières nettes	237,0	717,0	1 207,0	1 242,0	857,0	-174,0	-799,3	-1 747,6
Autres	582,0	721,0	906,0	929,0	908,0	867,6	879,5	876,5
Capitaux investis	2 808,0	3 347,0	3 752,0	3 168,0	3 100,0	3 430,5	3 333,4	3 356,1
Immobilisations nettes	2 557,0	3 023,0	3 307,0	3 006,0	3 127,0	3 354,0	3 324,9	3 336,8
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	324,0	281,0	292,0	319,0	329,0	360,4	344,5	344,5
BFR	535,0	605,0	737,0	481,0	302,0	436,9	353,1	363,8
Actif économique	2 808,0	3 347,0	3 752,0	3 168,0	3 100,0	3 430,5	3 333,4	3 356,1
Gearing (%)	11,9%	37,6%	73,6%	124,6%	64,2%	-6,4%	-24,6%	-41,3%
BFR/CA (%)	15,2%	16,2%	20,1%	13,5%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,3	0,9	1,9	3,1	0,8	ns	ns	ns
ROE (%)	12,0%	3,3%	ns	ns	29,5%	55,5%	18,9%	26,4%
ROACE (%) après IS normé	8,9%	4,3%	ns	ns	25,0%	41,7%	16,0%	27,0%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	482,0	494,0	210,0	15,0	923,0	1 609,8	978,0	1 393,8
Variation BFR	205,0	-57,0	-124,0	294,0	-80,0	-134,9	83,9	-10,7
Investissements industriels	-236,0	-275,0	-423,0	-377,0	-329,0	-493,7	-325,0	-326,7
% du CA	6,7%	7,4%	11,5%	10,6%	9,0%	9,3%	7,6%	7,4%
Cash Flow Libre	451,0	162,0	-337,0	-68,0	514,0	981,1	736,9	1 056,4
Cessions d'actifs	44,0	-24,0	-1,0	1,0	8,0	180,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-66,0	-300,0	129,0	-16,0	-49,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-4,0	-65,0	-20,0	-4,0	0,0	-66,0	-117,2	-115,9
Augmentation de capital	-8,0	1,0	-10,0	-4,0	23,0	0,0	0,0	0,0
Autres	21,0	-254,0	-251,0	56,0	-111,0	-64,2	5,6	7,9
Variation dettes financières nettes	-438,0	480,0	490,0	35,0	-385,0	-1 031,0	-625,3	-948,3
Dettes financières nettes	237,0	717,0	1 207,0	1 242,0	857,0	-174,0	-799,3	-1 747,6

Répartition du CA / Division



Evolution CA et marge opérationnelle



ERAMET

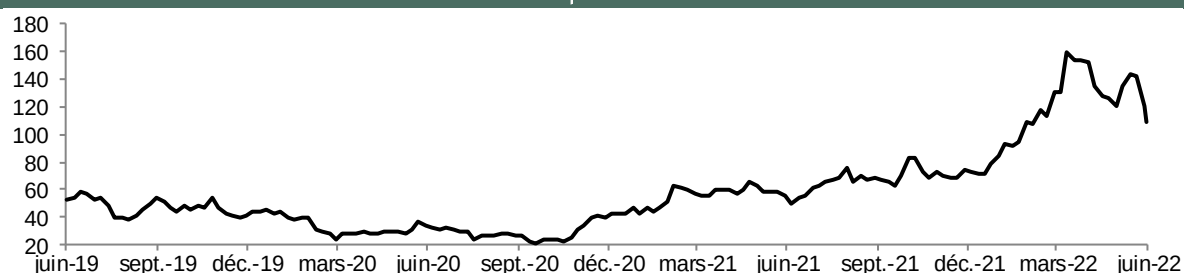
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	7,14	1,84	-6,98	-25,61	11,31	44,77	17,71	32,07
var. n/n-1	-/+	-74,7%	+/-	- -/-	-/+	66,6%	-57,0%	83,8%
CFPA	16,9	17,1	8,0	0,6	35,0	61,1	37,1	52,9
ANPA	59,6	55,7	53,0	29,0	38,4	80,7	93,9	121,6
Dividende net (versé en n+1)	2,30	0,60	0,00	0,00	2,50	4,44	4,39	4,77
Payout (%)	32,2%	33,3%	0,0%	0,0%	10,5%	11,2%	25,7%	15,2%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	46,9%							

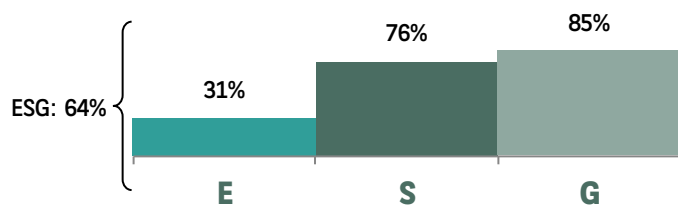
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	7,9	57,5	ns	ns	2,6	2,7	6,4	3,5
PCF (x)	3,3	6,0	6,5	ns	1,8	1,8	2,9	2,1
PAN (x)	1,0	1,9	1,0	1,1	1,6	1,4	1,2	0,9
VE/CA (x)	0,7	1,1	0,8	0,7	0,8	0,7	0,8	0,6
VE/EBE (x)	2,8	4,8	4,8	6,5	2,9	2,0	3,2	1,7
VE/ROP (x)	4,6	10,0	13,7	ns	3,5	2,2	4,6	2,2
Free Cash Flow Yield (%)	28,0%	5,4%	-24,9%	-8,2%	31,1%	34,2%	25,7%	36,8%
Rendement (%)	0,0%	2,2%	1,2%	0,0%	0,0%	2,3%	4,1%	4,0%
Capitalisation (M€)	1 498,8	2 749,2	1 363,7	830,4	1 662,4	2 889,1	2 889,1	2 889,1
Valeur d'Entreprise (VE)	2 349,8	3 986,2	3 048,7	2 604,4	3 042,4	3 782,6	3 528,8	2 593,0
Cours de référence (€)	56,6	103,6	51,4	31,3	62,7	108,9	108,9	108,9
Nb de titres (Mio)	26,469	26,542	26,530	26,530	26,530	26,530	26,530	26,530
Nb de titres corrigé (Mio)	28,438	28,850	26,353	26,353	26,353	26,353	26,353	26,353
% de la dilution	8,0%	9,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	05/10/1994							
Cours d'introduction ajusté	0,0 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	854,0	837,0	873,0	775,1	646,0	1 165,3
CA T2	943,0	898,0	936,0	911,0	818,0	
CA S1	1 797,0	1 735,0	1 809,0	1 686,0	1 464,0	
ROP S1	228,0	223,0	144,0	-491,4	177,1	
RN pdg corrigé S1	81,0	94,0	-37,0	-186,4	100,1	
Marge opérationnelle S1	12,7%	12,9%	8,0%	-29,1%	12,1%	
Marge nette S1	4,5%	5,4%	-2,0%	-11,1%	6,8%	
CA T3	877,0	939,0	895,0	850,5	953,5	
CA T4	854,0	1 051,0	967,0	1 016,1	1 250,5	
CA S2	1 731,0	1 990,0	967,0	1 866,6	2 204,0	
ROP S2	285,0	174,0	79,0	36,4	702,2	
RN pdg corrigé S2	122,0	-41,0	-147,0	72,4	529,1	
Marge opérationnelle S2	16,5%	8,7%	8,2%	2,0%	31,9%	
Marge nette S2	7,0%	-2,1%	-15,2%	3,9%	24,0%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	28,2%	-2,0%	4,3%	-11,2%	-16,7%	80,4%
CA T2	33,4%	-4,8%	4,2%	-2,7%	-10,2%	
CA T3	22,8%	7,1%	-4,7%	-5,0%	12,1%	
CA T4	5,4%	23,1%	-8,0%	5,1%	23,1%	
CA S1	30,9%	-3,5%	4,3%	-6,8%	-13,2%	
CA S2	13,6%	15,0%	-51,4%	93,0%	18,1%	
ROP S1	-/+	-2,2%	-35,4%	+/-	-/+	
ROP S2	+ / ++	-38,9%	-54,6%	-53,9%	+ / ++	

Historique de cours





ERAMET

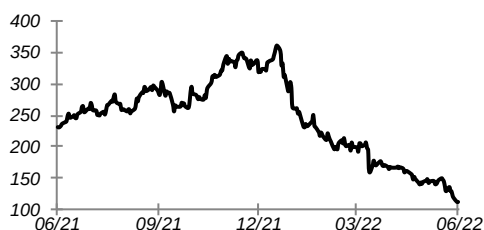
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	1 110,0	1 124,7	822,4	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Oui	Oui	Oui	Rejets atmosphériques en 2019 aux US et déversement accidentel de minerai au Gabon
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	La certification a été obtenu sur 89 % des sites de l'objectif cible à fin 2021 (tous les sites miniers sont certifiés)
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	17%	17%	17%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	81	85	Index entre 85 et 93 en France, 88 pour Aubert , Duval et 93 pour Erasteel
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	2,1%	1,7%	2,4%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	84%	67%	76%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	4,9%	4,0%	2,0%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	non	non	non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	260 005	402 895	501 070	
Taux d'absentéisme	2,8%	3,4%	3,8%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	5,4	4,1	2,2	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	non	non	non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	19	19	18	
<i>dont indépendants</i>	7	7	8	
<i>dont femmes</i>	7	7	7	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	93%	94%	94%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Oui	Oui	Oui	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	36%	36%	36%	Concert à 74,19%
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	24,3	26,6	31,2	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	non	non	non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	87%	86%	97%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

ESKER

Logiciels



Cours : 112,10€ 14 Juin 2022

Objectif : 190,00€

RENFORCER (2)

Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0000035818 / ALESK
Reuters / Bloomberg ALESK.PA / ALESK FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **669,9**
Flottant (%) 79,0%
Nbre de Titres (Mio) 5,976
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Autodétention 2,0%
Autres nominatifs 5,0%
Dirigeants & Salariés 14,0%
Flottant 79,0%

	21	22e	23e
PER	ns	36,2	30,6
PCF	ns	21,5	18,6
VE/CA	10,9	3,7	3,1
VE/ROP	ns	27,9	22,6
PAN	18,1	6,8	5,7
Rendement	0,2%	0,6%	0,7%
Free Cash Flow Yield	1,0%	2,8%	3,2%
ROACE	59,3%	68,9%	75,2%

CA	132,7	161,4	188,9
CA précédent	132,7	161,4	188,9
var. n/n-1	18,2%	21,6%	17,1%
EBE	26,2	33,6	39,2
ROC	16,6	21,5	25,8
% CA	12,5%	13,3%	13,7%
ROP	16,6	21,5	25,8
% CA	12,5%	13,3%	13,7%
RN Pdg publié	14,3	17,6	20,8
% CA	10,8%	10,9%	11,0%

BNPA	2,51	3,10	3,66
BNPA précédent	2,51	3,10	3,66
var. n/n-1	23,5%	23,4%	18,2%
BNPA Cor	2,51	3,10	3,66
ANPA	14,1	16,6	19,5
Dividende net	0,62	0,76	0,90
DFN	-33,8	-39,9	-56,1

Nicolas Royot, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
nicolas.royot@bnpparibas.com

Les qualités sont toujours là

Activité

Créée en 1985 et cotée depuis 1997, Esker commercialise des solutions logicielles et services en Saas, destinées à automatiser le traitement des documents générés par les systèmes d'information. En automatisant les processus manuels de transmission et en réduisant l'utilisation du papier, Esker propose à ses clients de gagner en productivité. Les revenus des solutions de dématérialisation en mode Saas représentent >95% du CA et les produits historiques (serveurs de fax et Host Access) <5% du CA. Esker réalise deux tiers de son CA hors de France, dont près de 40% aux États-Unis.

Marché / Concurrence

Sur chacun des marchés ciblés par Esker (échange de documents, factures fournisseurs, factures clients, commandes clients), le groupe se confronte à des acteurs spécialisés. Les concurrents les plus actifs sont le finlandais Basware, l'américain Coupa, le canadien OpenText et les activités issues de Readsoft et Kofax. La croissance du marché est attendue >10% par Gartner.

Stratégie / Perspectives

Esker conjugue une forte croissance organique (>10%), avec une récurrence élevée (80%) et une forte rentabilité (12 à 15%). L'objectif est d'afficher progressivement un taux de croissance organique durable autour de 20% tout en maintenant une marge opérationnelle autour de 15%. Commercialement, la dynamique sera soutenue par l'accélération de la vente indirecte par la signature et la montée en puissance des partenariats (Neopost, Fuji Xerox, KPMG, Visiativ...). La stratégie du management est de remonter la chaîne de valeur pour être plus stratégique aux yeux des clients, afin d'augmenter le pricing power, ce qui passe par l'ajout de nouvelles fonctionnalités (compléter le cycle procure-to-pay, intégrer les relations entreprise-employés, les transactions monétaires). Cela passera par l'ajout de nouvelles fonctionnalités développées en interne, par des partenariats technologiques (LSQ...) ou des acquisitions. Début 2022, Esker a acquis 50,1% du capital de la start-up britannique Market Dojo (20 salariés, 160 clients, 1,6M€ de CA +30%, 60% du CA à l'export) spécialisée dans le e-sourcing. Dans 4 ans, Esker acquerra les 49,9% restant. Fondée en 2010, Market Dojo propose une solution Cloud pour les acheteurs, avec une approche plug and play et une tarification transparente à la demande. Cette suite logicielle de e-sourcing rationalise le processus Achat (optimisation de la sélection des fournisseurs, négociation...) afin de créer de la valeur et d'atténuer les risques. Avec une trésorerie nette >30M€, une génération de free cash flow >10M€ par an et ≈140 000 titres en autocontrôle, Esker a les moyens d'investir dans ses forces commerciales et en R&D, tout en restant ouvert à des opportunités concernant la croissance externe.

Pour 2022, Esker vise une croissance organique de 16% et une marge opérationnelle stable, alors que l'objectif reste la fourchette 12 à 15%.

Valorisation

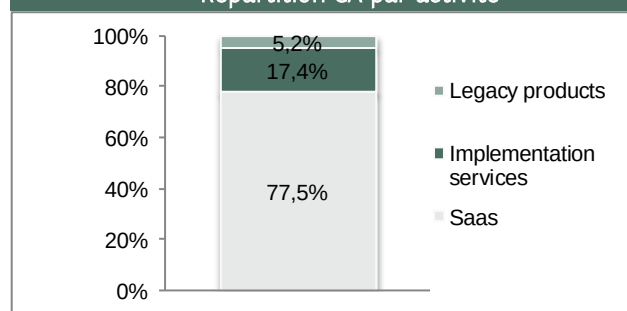
La forte baisse du cours offre une opportunité de se replacer. Notre objectif de cours de 190€ provient d'une valorisation par DCF (193€, wacc 9%) et par comparables (152€), relevée par une prime ESG de 10%.

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 14/06/2022 - 16:59 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

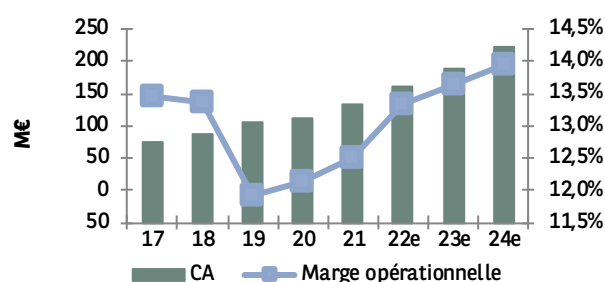
ESKER

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	76,1	86,9	104,2	112,3	132,7	161,4	188,9	223,7
var. n/n-1	15,3%	14,2%	19,9%	7,8%	18,2%	21,6%	17,1%	18,4%
var. organique	15,3%	15,8%	17,6%	8,7%	19,6%	17,2%	17,1%	11,6%
EBE	16,6	18,5	20,9	22,1	26,2	33,6	39,2	46,4
ROC	10,2	11,6	12,4	13,6	16,6	21,5	25,8	31,2
var. n/n-1	5,3%	13,3%	7,0%	9,6%	21,8%	29,7%	20,0%	21,0%
ROP	10,2	11,6	12,4	13,6	16,6	21,5	25,8	31,2
CIR	-	-	-	-	-	-	-	-
R&D immobilisée	5,2	5,7	6,3	7,8	8,6	9,5	10,5	11,5
Frais R&D/CA	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RCAI	10,1	11,6	12,7	13,5	16,8	21,6	25,9	31,3
IS	-3,1	-2,9	-3,4	-3,0	-3,9	-5,2	-6,5	-7,8
RN Pdg publié	6,8	8,8	9,7	11,6	14,3	17,6	20,8	25,1
RN Pdg corrigé	6,8	8,8	9,7	11,6	14,3	17,6	20,8	25,1
var. n/n-1	7,0%	30,7%	10,2%	18,6%	23,5%	23,4%	18,2%	20,7%
Tmva CA 2019 / 2023e	16,0%							
Marge brute (%)	80,0%	80,3%	78,9%	82,2%	84,3%	82,5%	82,2%	81,8%
Marge opérationnelle (%)	13,5%	13,4%	11,9%	12,1%	12,5%	13,3%	13,7%	13,9%
Marge nette (%)	8,9%	10,2%	9,4%	10,3%	10,8%	10,9%	11,0%	11,2%
Taux IS (%)	31,1%	25,4%	26,8%	21,9%	23,3%	24,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	56,8%	57,6%	57,6%	61,2%	63,4%	60,6%	60,3%	60,0%
CA/effectif (K€)	158	160	154	147	158	-	-	-
var. n/n-1	-3,9%	0,8%	-3,4%	-4,9%	7,7%	-	-	-
Effectif moyen	480	544	675	765	840	-	-	-
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	39,6	47,8	56,6	65,4	80,4	94,4	111,0	131,3
Dettes financières nettes	-6,9	-13,5	-14,8	-25,3	-33,8	-39,9	-56,1	-75,5
Autres	-3,4	-3,1	-6,1	-6,3	-11,9	-11,9	-11,9	-11,9
Capitaux investis	29,3	31,2	35,7	33,9	34,7	42,7	43,0	43,9
Immobilisations nettes	37,9	39,6	47,2	49,0	57,2	67,1	69,3	72,5
dont écarts d'acquisition	5,9	6,1	6,2	5,8	6,1	6,1	6,1	6,1
dont financières	4,1	4,5	7,4	8,2	13,7	13,7	13,7	13,7
BFR	-4,5	-3,9	-4,1	-7,0	-8,8	-10,7	-12,5	-14,9
Actif économique	29,3	31,2	35,7	33,9	34,7	42,7	43,0	43,9
Gearing (%)	-17,5%	-28,2%	-26,2%	-38,6%	-42,1%	-42,3%	-50,6%	-57,5%
BFR/CA (%)	-5,9%	-4,5%	-3,9%	-6,2%	-6,6%	-6,6%	-6,6%	-6,6%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	17,1%	18,5%	17,2%	17,7%	17,8%	18,7%	18,8%	19,2%
ROACE (%) après IS normé	27,5%	25,2%	24,4%	25,7%	59,3%	68,9%	75,2%	89,7%
Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	15,3	16,3	17,8	22,5	23,7	29,7	34,3	40,3
Variation BFR	-0,1	-0,7	-0,5	1,0	1,9	1,9	1,8	2,3
Investissements industriels	-16,2	-7,8	-11,0	-10,2	-11,1	-13,5	-15,7	-18,3
% du CA	21,3%	9,0%	10,5%	9,1%	8,4%	8,4%	8,3%	8,2%
Cash Flow Libre	-1,0	7,8	6,4	13,3	14,5	18,0	20,4	24,3
Cessions d'actifs	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-3,8	-0,6	-3,1	-1,0	-5,9	-8,3	0,0	0,0
Dividendes	-1,6	-1,8	-2,2	-1,9	-2,9	-3,6	-4,2	-4,9
Augmentation de capital	0,5	0,7	1,0	0,9	1,7	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,9	0,1	-0,7	-0,9	1,0	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	6,8	-6,6	-1,4	-10,4	-8,5	-6,1	-16,3	-19,4
Dettes financières nettes	-6,9	-13,5	-14,8	-25,3	-33,8	-39,9	-56,1	-75,5

Répartition CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



ESKER

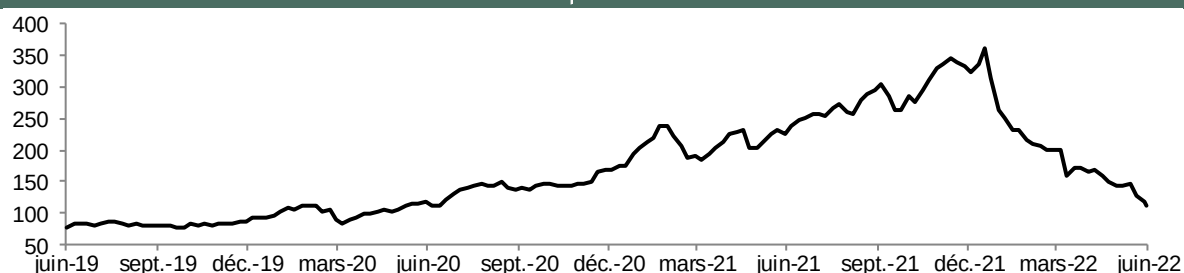
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1,23	1,60	1,77	2,03	2,51	3,10	3,66	4,42
var. n/n-1	6,0%	30,7%	10,2%	15,1%	23,5%	23,4%	18,2%	20,7%
CFPA	2,8	3,0	3,2	4,0	4,2	5,2	6,0	7,1
ANPA	7,2	8,7	10,3	11,5	14,1	16,6	19,5	23,1
Dividende net (versé en n+1)	0,32	0,41	0,33	0,50	0,62	0,76	0,90	1,09
Payout (%)	26,1%	25,6%	18,7%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	20,0%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	16,9%							

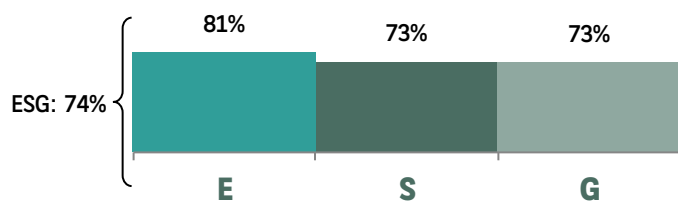
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	40,1	36,1	43,9	ns	ns	36,2	30,6	25,3
PCF (x)	17,8	19,6	24,1	ns	ns	21,5	18,6	15,8
PAN (x)	6,8	6,7	7,6	11,0	18,1	6,8	5,7	4,9
VE/CA (x)	3,3	3,5	4,0	6,3	10,9	3,7	3,1	2,5
VE/EBE (x)	15,3	16,5	19,7	ns	ns	17,9	14,9	12,2
VE/ROP (x)	24,8	26,4	ns	ns	ns	27,9	22,6	18,1
Free Cash Flow Yield (%)	-0,4%	2,5%	1,5%	1,9%	1,0%	2,8%	3,2%	3,8%
Rendement (%)	0,6%	0,6%	0,5%	0,3%	0,2%	0,6%	0,7%	0,8%
Capitalisation (M€)	265,3	324,3	435,0	736,6	1 489,4	653,6	653,6	653,6
Valeur d'Entreprise (VE)	254,3	306,3	412,7	703,2	1 441,9	600,0	583,7	564,4
Cours de référence (€)	49,2	57,8	77,6	126,3	255,5	112,1	112,1	112,1
Nb de titres (Mio)	5,394	5,609	5,609	5,830	5,830	5,830	5,830	5,830
Nb de titres corrigé (Mio)	5,518	5,518	5,518	5,686	5,686	5,686	5,686	5,686
% de la dilution	5,0%	0,9%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	31/07/1997							
Cours d'introduction ajusté	17,3 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	18,7	20,4	24,1	28,1	31,0	36,5
CA T2	19,1	22,0	26,3	26,1	33,4	
CA S1	37,8	42,4	50,1	54,2	64,4	
ROP S1	5,9	6,6	7,2	6,2	9,1	
RN pdg corrigé S1	4,2	4,9	5,5	5,4	7,6	
Marge opérationnelle S1	15,6%	15,7%	14,4%	11,5%	14,2%	
Marge nette S1	11,1%	11,6%	10,9%	10,0%	11,8%	
CA T3	18,0	21,0	25,4	27,1	33,4	
CA T4	20,0	23,5	28,7	30,9	35,9	
CA S2	38,0	44,5	54,1	58,0	68,4	
ROP S2	4,3	5,0	5,2	7,4	7,5	
RN pdg corrigé S2	2,6	3,9	4,3	6,1	6,7	
Marge opérationnelle S2	11,4%	11,2%	9,6%	12,8%	10,9%	
Marge nette S2	6,7%	8,8%	7,9%	10,6%	9,8%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	14,7%	9,1%	18,1%	16,6%	10,3%	17,7%
CA T2	13,7%	15,2%	19,5%	-0,8%	28,0%	
CA T3	16,1%	16,7%	21,0%	6,7%	23,2%	
CA T4	14,3%	17,5%	22,1%	7,7%	16,2%	
CA S1	13,9%	12,2%	18,1%	8,2%	18,7%	
CA S2	15,2%	17,1%	21,6%	7,2%	17,9%	
ROP S1	3,9%	12,4%	8,8%	-14,1%	47,1%	
ROP S2	7,3%	14,5%	4,5%	42,6%	0,6%	

Historique de cours





ESKER

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	20,7	29,7	26,3	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Oui	Oui	Main supplier of paper classified in the top 1% of the world's best performing companies for sustainable development according to EcoVadis
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Modérée	Modérée	Modérée	Moderate
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	Impact Report
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	29%	31%	31%	
Index égalité salariale femmes / hommes	90	91	91	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Non	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	1,1%	0,5%	0,4%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	100%	100%	100%	53% de formation externe en 2020
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	10%	9,1%	9,5%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Oui	Oui	Oui	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	DRH régulièrement invité
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	2,9%	2,8%	3,2%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	7,1	3,7	1,9	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	Non	Non	Partiel	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composant le conseil d'administration	5	5	5	
<i>dont indépendants</i>	4	4	4	
<i>dont femmes</i>	2	2	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	100%	100%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	100% des salariés formé à la sécurité et la protection des données
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	Droits de vote doubles pour une inscription nominative depuis 2 ans
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	11%	11%	11%	JM Bérard (Président du directoire)
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Oui	Oui	En 2021, 10% de la rémunération variable du PDG sont basés sur un critère RSE
Ratio d'équité (salaire médian)	9,53	9,59	8,77	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	89%	90%	92%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

EXEL INDUSTRIES

Industrie



Cours : 46,50€ 14 Juin 2022

Objectif : 59,00€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique FR0004527638 / EXE
Reuters / Bloomberg EXEP.PA / EXE:FP
Indice CAC Small
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **315,6**
Flottant (%) 16,2%
Nbre de Titres (Mio) 6,788
Date de clôture 30-Sep

Actionnariat
Exel SAS 70,6%
Famille Patrick Ballu 13,1%
Public 16,2%
Auto-contrôle 0,0%

	21	22e	23e
PER	10,5	12,1	7,5
PCF	9,1	7,6	5,2
VE/CA	0,5	0,4	0,3
VE/ROP	7,9	9,7	5,4
PAN	1,2	0,8	0,7
Rendement	0,0%	3,4%	2,1%
Free Cash Flow Yield	8,6%	-0,9%	17,5%
ROACE	5,6%	4,2%	6,0%

	876,9	952,3	979,3
CA	876,9	952,3	979,3
CA précédent	876,9	952,3	979,3
var. n/n-1	16,2%	8,6%	2,8%
EBE	80,6	61,4	84,2
ROC	54,8	40,1	59,5
% CA	6,3%	4,2%	6,1%
ROP	60,1	38,2	59,5
% CA	6,9%	4,0%	6,1%
RN Pdg publié	43,6	26,1	42,3
% CA	5,0%	2,7%	4,3%

	6,43	3,85	6,23
BNPA	6,43	3,85	6,23
BNPA précédent	6,43	3,85	6,23
var. n/n-1	ns	-40,1%	61,9%
BNPA Cor	6,43	3,85	6,23
ANPA	57,5	59,7	65,0
Dividende net	1,60	0,96	1,56
DFN	42,6	83,5	34,9

Yann de Peyrelongue, Analyste Financier
Nicolas Royot
+33 (0)1 40 17 50 39
yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com

La guerre Russie-Ukraine pèse

Activité

Exel Industries est une entreprise familiale dirigée par la famille Ballu depuis 60 ans ayant pour métier principal la conception, la fabrication et la commercialisation de pulvérisateurs pour l'agriculture, l'industrie et le grand public. L'activité du groupe se scinde en quatre divisions : 1/ la Pulvérisation Agricole (43% CA 2021) dont les produits protègent et améliorent les rendements des cultures ; 2/ les Arracheuses de Betteraves (15% CA 2021) ; 3/ la Pulvérisation et Arrosage de Jardin (15% CA 2021) qui offre au grand public et aux professionnels des solutions haut de gamme dans le domaine de l'arrosage et de la protection des végétaux et 4/ la Pulvérisation Industrielle (26% CA 2021) par l'intermédiaire de laquelle le groupe propose des matériels d'application de peintures et de produits épais pour l'industrie (pompes, pistolets manuels ou automatiques) ainsi que des équipements d'élimination des poussières. Le groupe réalise 80% de son chiffre d'affaires à l'export.

Marché / Concurrence

Exel Industries est présent sur trois marchés : 1/ Agricole (59% CA 2021) ; 2/ Industrie (25% CA 2021) et 3/ Grand Public (16% CA 2021). Le groupe est le leader mondial de la pulvérisation agricole avec ~20% de parts de marché. Ses principaux concurrents sont John Deere (USA), Jacto (Brésil), Amazone (Allemagne) et Kuhn (Suisse). Suite à l'acquisition d'Holmer, le groupe est devenu leader mondial du marché de l'arrachage de betteraves. Leader sur le marché français de la pulvérisation industrielle au travers de sa nouvelle entité fusionnée Sames Kremlin, le groupe se positionne au 3^e rang mondial avec une part de marché d'un peu moins de 10%. Les principaux concurrents sont ITW (USA), Graco (USA), Nordson (USA), Anest Iwata (Japon), Wagner et Dürr (Allemagne). Enfin, le groupe est leader européen du marché de la pulvérisation Grand Public qui affiche quant à lui un certain dynamisme avec un potentiel de pénétration. Sur ce segment, les principaux concurrents sont Gardena (Allemagne et Europe), Cellfast (Pologne et Europe de l'est), Claber (Italie et Europe du sud) et Matabi (Espagne).

Stratégie / Perspectives

Le groupe se développe autour de trois axes stratégiques, à savoir : 1/ le développement à l'international (Russie-Ukraine, Amérique du Nord, Chine pour le marché agricole / Asie, Amériques et BRIC pour le marché industriel) ; 2/ l'innovation pour consolider son leadership (c.5% du CA investi en R&D) et 3/ la croissance profitable et durable (amélioration de la productivité, génération de cash, acquisitions). À court terme, le groupe suit attentivement la situation en Ukraine-Russie. Le mix des ventes devrait avoir un impact négatif sur la rentabilité de 2022 (MOC 5,6%e vs 6,3%).

Valorisation

La valorisation provient des comparables boursiers (49€) et d'un DCF (68€). Elle reflète l'incertitude sur la situation de l'un de ses principaux marchés (Ukraine + Russie) et une communication très faible.

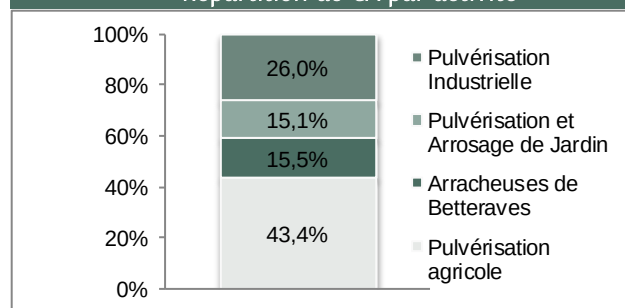
EXEL INDUSTRIES

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	874,2	839,1	776,9	754,4	876,9	952,3	979,3	998,0
var. n/n-1	6,7%	-4,0%	-7,4%	-2,9%	16,2%	8,6%	2,8%	1,9%
var. organique	0,0%	-1,7%	-7,4%	-6,3%	16,3%	2,2%	1,9%	1,9%
EBE	77,8	65,6	52,7	49,9	80,6	61,4	84,2	86,3
ROC	69,5	61,7	32,8	35,4	54,8	40,1	59,5	61,3
var. n/n-1	17,2%	-11,1%	-46,9%	7,9%	55,0%	-26,9%	48,4%	3,0%
ROP	71,9	61,9	10,7	5,5	60,1	38,2	59,5	61,3
RCAI	63,7	55,2	9,6	-5,6	58,0	34,4	56,0	60,0
IS	-18,7	-16,3	-5,7	-5,4	-14,9	-8,6	-14,0	-15,0
RN Pdg publié	45,3	39,2	4,1	-10,7	43,6	26,1	42,3	45,3
RN Pdg corrigé	45,3	39,2	4,1	-10,7	43,6	26,1	42,3	45,3
var. n/n-1	32,5%	-13,4%	-89,6%	+/-	-/+	-40,1%	61,9%	7,2%
Tmva CA 2019 / 2023e	6,0%							
Marge brute (%)	45,9%	47,5%	48,6%	48,0%	48,4%	46,5%	48,0%	48,0%
Marge opérationnelle (%)	8,2%	7,4%	1,4%	0,7%	6,9%	4,0%	6,1%	6,1%
Marge nette (%)	5,2%	4,7%	0,5%	-1,4%	5,0%	2,7%	4,3%	4,5%
Taux IS (%)	29,4%	29,6%	59,9%	-96,9%	25,7%	25,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	22,1%	23,7%	25,2%	25,8%	24,8%	25,4%	25,8%	25,8%
CA/effectif (K€)	226	223	219	222	220	-	-	-
var. n/n-1	7,9%	-1,2%	-1,8%	1,5%	-1,0%	-	-	-
Effectif moyen	3 868	3 758	3 544	3 392	3 982	-	-	-
var. n/n-1	-1,2%	-2,8%	-5,7%	-4,3%	17,4%	-	-	-

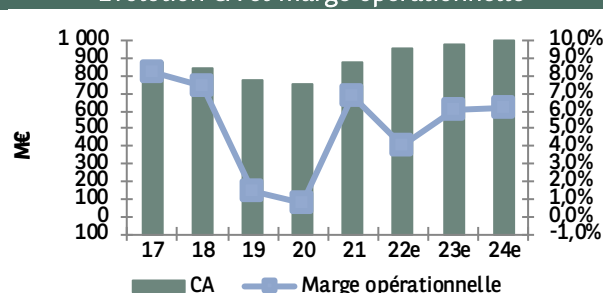
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	335,6	362,7	358,9	341,5	390,0	405,2	440,9	475,7
Dettes financières nettes	61,5	85,0	61,9	87,6	42,6	83,5	34,9	8,4
Autres	26,9	26,1	39,7	16,5	71,2	71,2	71,2	71,2
Capitaux investis	423,9	473,8	460,4	445,6	503,7	559,9	547,0	555,2
Immobilisations nettes	241,8	242,9	244,8	253,6	257,6	291,3	294,5	297,3
dont écarts d'acquisition	64,4	64,5	65,2	63,0	64,1	64,1	64,1	64,1
dont financières	24,4	22,4	30,0	26,5	28,9	28,9	28,9	28,9
BFR	206,5	253,3	245,6	218,6	275,1	297,5	281,5	286,9
Actif économique	423,9	473,8	460,4	445,6	503,7	559,9	547,0	555,2
Gearing (%)	18,3%	23,4%	17,2%	25,6%	10,9%	20,6%	7,9%	1,8%
BFR/CA (%)	23,6%	30,2%	31,6%	29,0%	31,4%	31,2%	28,7%	28,7%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,8	1,3	1,2	1,8	0,5	1,4	0,4	0,1
ROE (%)	13,5%	10,8%	1,1%	ns	11,2%	6,4%	9,6%	9,5%
ROACE (%) après IS normé	7,5%	6,3%	1,8%	2,7%	5,6%	4,2%	6,0%	6,3%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	59,3	50,5	30,4	27,6	50,1	41,6	61,1	64,5
Variation BFR	10,4	-43,3	9,3	20,5	5,5	-22,5	16,0	-5,4
Investissements industriels	-20,9	-19,3	-10,3	-11,0	-16,0	-22,0	-22,0	-22,0
% du CA	2,4%	2,3%	1,3%	1,5%	1,8%	2,3%	2,2%	2,2%
Cash Flow Libre	48,7	-12,1	29,4	37,0	39,6	-2,9	55,2	37,1
Cessions d'actifs	0,9	0,6	0,4	0,3	5,2	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	0,0	-48,4	-2,2	-27,2	0,0	0,0
Dividendes	-7,0	-10,4	-7,7	0,0	0,0	-10,9	-6,5	-10,6
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,2	-1,6	1,1	-14,6	2,4	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-42,4	23,5	-23,1	25,7	-45,0	41,0	-48,6	-26,5
Dettes financières nettes	61,5	85,0	61,9	87,6	42,6	83,5	34,9	8,4

Répartition du CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



EXEL INDUSTRIES

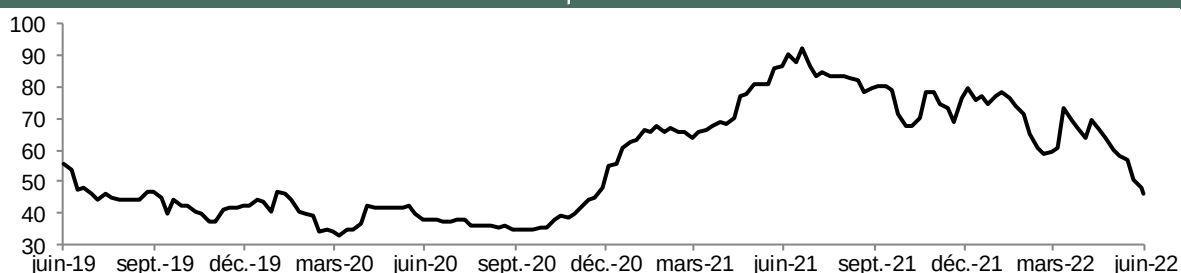
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	6,68	5,78	0,60	-1,57	6,43	3,85	6,23	6,68
var. n/n-1	32,5%	-13,4%	-89,6%	+/-	-/+	-40,1%	61,9%	7,2%
CFPA	8,7	7,4	4,5	4,1	7,4	6,1	9,0	9,5
ANPA	49,4	53,4	52,9	50,3	57,5	59,7	65,0	70,1
Dividende net (versé en n+1)	1,58	1,14	0,00	0,00	1,60	0,96	1,56	1,67
Payout (%)	23,7%	19,7%	0,0%	0,0%	24,9%	25,0%	25,0%	25,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	79,3%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	19,1%							

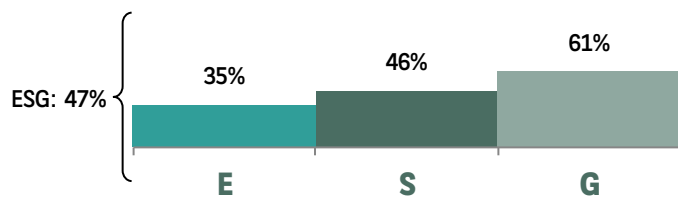
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	12,8	18,7	ns	ns	10,5	12,1	7,5	7,0
PCF (x)	9,8	14,5	13,9	9,6	9,1	7,6	5,2	4,9
PAN (x)	1,7	2,0	1,2	0,8	1,2	0,8	0,7	0,7
VE/CA (x)	0,7	0,9	0,6	0,4	0,5	0,4	0,3	0,3
VE/EBE (x)	7,9	12,1	8,6	6,6	5,9	6,0	3,8	3,4
VE/ROP (x)	8,6	12,9	ns	ns	7,9	9,7	5,4	4,8
Free Cash Flow Yield (%)	8,4%	-1,7%	7,0%	13,9%	8,6%	-0,9%	17,5%	11,8%
Rendement (%)	1,3%	1,5%	1,8%	0,0%	0,0%	3,4%	2,1%	3,3%
Capitalisation (M€)	578,6	733,5	421,8	265,9	458,8	315,6	315,6	315,6
Valeur d'Entreprise (VE)	615,6	796,1	453,7	327,0	472,5	370,3	321,6	295,1
Cours de référence (€)	85,2	108,1	62,1	39,2	67,6	46,5	46,5	46,5
Nb de titres (Mio)	6,788	6,788	6,788	6,788	6,788	6,788	6,788	6,788
Nb de titres corrigé (Mio)	6,786	6,786	6,786	6,785	6,786	6,786	6,786	6,786
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	20/06/1997							
Cours d'introduction ajusté	17,9 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	134,5	137,5	132,1	119,4	142,6	159,4
CA T2	218,3	205,4	216,8	194,9	242,7	247,5
CA S1	352,8	342,9	348,9	314,3	385,3	406,9
ROP S1	15,7	11,1	0,8	-30,0	20,7	5,3
RN pdg corrigé S1	8,5	4,0	1,2	-36,4	14,3	1,9
Marge opérationnelle S1	4,4%	3,2%	0,2%	-9,5%	5,4%	1,3%
Marge nette S1	2,4%	1,2%	0,3%	-11,6%	3,7%	0,5%
CA T3	248,1	243,4	225,0	210,5	249,2	
CA T4	273,5	252,6	203,0	229,6	242,4	
CA S2	521,6	496,0	428,0	440,1	491,6	
ROP S2	56,3	50,8	10,0	35,4	0,0	
RN pdg corrigé S2	36,8	35,2	2,9	25,7	0,0	
Marge opérationnelle S2	10,8%	10,2%	2,3%	8,1%	0,0%	
Marge nette S2	7,1%	7,1%	0,7%	5,8%	0,0%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	-1,9%	2,2%	-3,9%	-9,6%	19,4%	11,8%
CA T2	26,6%	-5,9%	5,6%	-10,1%	24,5%	2,0%
CA T3	3,2%	-1,9%	-7,6%	-6,4%	18,4%	
CA T4	30,7%	-7,6%	-19,6%	13,1%	5,6%	
CA S1	14,0%	-2,8%	1,7%	-9,9%	22,6%	5,6%
CA S2	16,0%	-4,9%	-13,7%	2,8%	11,7%	
ROP S1	+/-	-29,1%	-93,2%	+/-	-/+	-74,3%
ROP S2	9,5%	-9,7%	-80,4%	+/-	-100,0%	

Historique de cours





EXEL INDUSTRIES

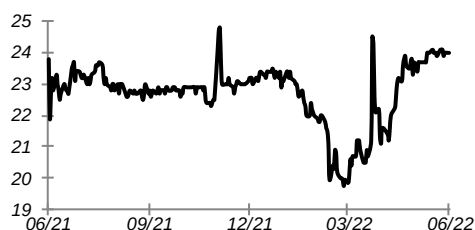
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	43,4	41,8	35,9	
Politique de compensation des émissions CO2	non	non	non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	non	non	non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	non	non	non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	non	non	non	
Certification 14001	non	non	non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	19%	19%	20%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	1	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	oui	oui	oui	
Part des personnes en situation de handicap	2,1%	2,3%	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	45%	ND	33%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	non	non	non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	oui	oui	oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	non	non	non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	3,0%	3,4%	3,0%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	18,6	14,9	14,7	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	oui	oui	oui	Middenext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	oui	oui	oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	7	8	
<i>dont indépendants</i>	2	2	3	
<i>dont femmes</i>	2	2	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	oui	oui	oui	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	100%	
Comité d'audit	oui	oui	oui	
Comité des risques	non	non	non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	non	non	non	
Comité RSE	non	non	non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	oui	oui	oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	86%	91%	87%	La famille Ballu détient 90,7% des droits de vote
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	oui	oui	oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	oui	oui	oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	non	oui	oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	7,95	11,3	12,3	Ratio France
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	non	non	non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	oui	oui	oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	81%	78%	56%	Grant Thornton, Mazars et Deloitte , autres



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

FLEURY MICHON

Agro-alimentaire



Cours : 24,00€ 14 Juin 2022

Objectif : 24,15€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Eligibilité PEA-PME

Euronext
FR0000074759 / FLE
FLMI.PA / FLE FP
CAC Small
Oui

Capitalisation (M€) **105,3**
Flottant (%) 27,3%
Nbre de Titres (Mio) 4,388
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Famille 64,9%
Salariés 3,0%
Auto-contrôle 4,8%
Public 27,3%

	21	22e	23e
PER	13,3	5,7	4,9
PCF	2,2	1,8	1,7
VE/CA	0,2	0,2	0,2
VE/ROP	17,2	7,5	5,1
PAN	0,6	0,6	0,5
Rendement	4,3%	1,3%	5,4%
Free Cash Flow Yield	41,6%	32,0%	31,1%
ROACE	2,6%	5,6%	7,2%

CA	705,6	727,9	749,0
CA précédent	701,7	727,9	749,0
var. n/n-1	-4,1%	3,2%	2,9%
EBE	55,2	59,5	63,9
ROC	14,4	19,5	23,9
% CA	2,0%	2,7%	3,2%
ROP	10,1	19,5	23,9
% CA	1,4%	2,7%	3,2%
RN Pdg publié	4,0	17,8	21,0
% CA	0,6%	2,4%	2,8%

BNPA	0,95	4,19	4,94
BNPA précédent	2,86	4,19	4,94
var. n/n-1	ns	342,5%	18,0%
BNPA Cor	1,74	4,19	4,94
ANPA	36,2	40,1	43,7
Dividende net	0,30	1,30	1,30

DFN	73,1	41,8	15,8

Nicolas Montel, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 59 10
nicolas.montel@bnpparibas.com

Le leader de la charcuterie

Activité

Fleury Michon est le leader français des produits de charcuterie et de traiteur vendus en grande surface. Son activité s'articule autour de trois pôles : 1/ la GMS France (90% CA) avec les produits de charcuterie (jambons de porc et de volaille 71%) et produits traiteurs (plats cuisinés 17%, surimi 12%), 2/ le pôle International (7% CA) via les filiales Delta Dailyfood (Canada) et Proconi (Slovénie) ainsi que des joint-ventures en Espagne et en Italie, et 3/ le pôle Services (8% CA) qui intègre les activités catering, plateaux-repas livrés et des activités diverses auprès de la restauration et de l'industrie.

Marché / Concurrence

Fleury Michon est positionné sur un des marchés les plus porteurs de l'agroalimentaire : le frais en libre service (+5/6%/an). Les principaux concurrents sont : Herta sur le jambon de porc (n°1 avec 23,9% de parts de marché vs. 16,8% pour FM), le groupe LDC sur les plats individuels (n°1 via Marie avec 24,6% de parts de marché vs. 24,4% pour FM), Coraya sur le surimi (n°2 avec 19,8% de parts de marché vs. 29,7% pour FM).

Stratégie / Perspectives

Fleury Michon mène avant tout une stratégie de marque propre (pas/peu de MDD) puisque les ventes à marque Fleury Michon représentent plus de ~96% du CA réalisé dans la grande distribution (GMS) en France. Dans ce cœur d'activité historique, le groupe s'attache à consolider son leadership sur ses segments stratégiques (charcuterie, traiteur), ce qui passe par des efforts continus en termes d'innovation, de soutien de la marque (budget marketing ~4% du CA à marque) et d'investissements industriels. Les (timides) incursions du groupe hors de France datent des années 2000 et se heurtent aux nombreuses barrières à l'entrée (spécificités culturelles, marques locales bien implantées, taille critique...). Ces éléments expliquent le faible poids de l'International (<10%) dans l'activité. Le développement dans les Services (catering, plateaux-repas) est opportuniste et présente peu de synergies avec le cœur de métier. Le management n'a pas communiqué de guidance pour 2022 mais indique enregistrer des fortes inflations de ses coûts sur ses achats de matières premières agricoles (les prix du porc ont fortement crû de près de 30% au mois de mars avec la hausse du prix des céréales suite à la guerre en Ukraine) et de ses autres intrants (gaz, électricité, gasoil, emballages). Le groupe a négocié des premières hausses de prix au 1^{er} mars avec une clause de révision au 1^{er} juillet. Ces hausses n'intègrent cependant pas l'impact de la forte croissance du prix du porc et des autres entrants depuis le début mars. Pour y faire face, la société souhaite renégocier avec la grande distribution. A noter que malgré ces hausses de coûts, le management ne souhaite pas baisser ses investissements publicitaires en 2022.

Valorisation

Les perspectives encore fragiles de Fleury Michon (consommation alimentaire atone et hausse des coûts des matières premières,) justifient notre recommandation Conserver (3) sur le dossier. Nous valorisons Fleury Michon par un DCF à 23,0€ auquel nous ajoutons une prime ESG de 5%.

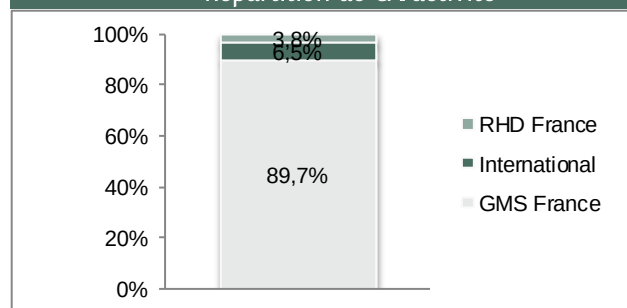
FLEURY MICHON

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	716,9	725,3	747,6	735,4	705,6	727,9	749,0	765,3
var. n/n-1	-2,8%	1,2%	3,1%	-1,6%	-4,1%	3,2%	2,9%	2,2%
var. organique	-2,8%	-1,7%	-1,3%	-3,4%	-4,1%	3,2%	2,9%	1,8%
EBE	42,2	49,9	35,8	67,5	55,2	59,5	63,9	67,2
ROC	8,5	20,4	-5,7	19,4	14,4	19,5	23,9	27,2
var. n/n-1	-64,8%	+/++	+/-	-/+	-26,0%	36,0%	22,3%	13,8%
ROP	11,5	18,7	-34,4	-8,6	10,1	19,5	23,9	27,2
RCAI	10,7	17,4	-35,3	-12,0	7,0	17,4	21,7	25,0
IS	-4,7	-4,0	5,3	-4,9	-3,5	-4,6	-5,8	-6,6
RN Pdg publié	8,6	14,5	-43,0	-30,5	4,0	17,8	21,0	23,4
RN Pdg corrigé	8,5	14,3	-42,5	-14,5	7,4	17,8	21,0	23,4
var. n/n-1	-49,4%	67,9%	+/-	- -/-	-/+	+/++	18,0%	11,6%
Tmva CA 2019 / 2023e	0,0%							
Marge brute (%)	47,5%	49,1%	46,7%	49,9%	50,6%	50,1%	50,1%	50,1%
Marge opérationnelle (%)	1,6%	2,6%	-4,6%	-1,2%	1,4%	2,7%	3,2%	3,6%
Marge nette (%)	1,2%	2,0%	-5,7%	-2,0%	1,0%	2,4%	2,8%	3,1%
Taux IS (%)	44,1%	22,9%	15,2%	-40,8%	49,9%	26,5%	26,5%	26,5%
Frais de personnel / CA (%)	23,8%	23,3%	23,6%	23,8%	23,8%	23,6%	23,3%	23,0%
CA/effectif (K€)	193	201	190	194	204	-	-	-
var. n/n-1	2,5%	3,9%	-5,5%	2,2%	5,3%	-	-	-
Effectif moyen	3 706	3 610	3 937	3 789	3 451	-	-	-
var. n/n-1	-5,2%	-2,6%	9,1%	-3,8%	-8,9%	-	-	-

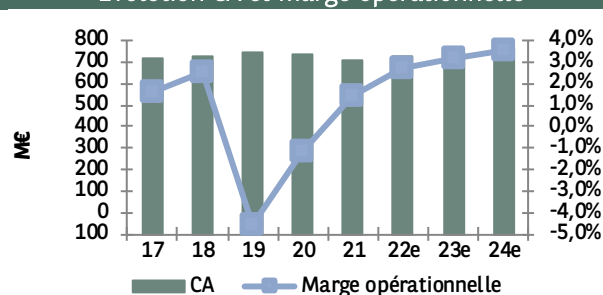
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	225,6	236,9	189,3	148,4	154,0	170,5	185,7	203,4
Dettes financières nettes	40,3	92,6	123,3	103,8	73,1	41,8	15,8	-12,3
Autres	22,0	9,7	32,5	44,7	38,4	38,4	38,4	38,4
Capitaux investis	287,9	339,2	347,7	296,9	265,7	250,8	240,0	229,6
Immobilisations nettes	278,9	342,3	405,3	353,2	349,3	336,3	327,3	318,3
dont écarts d'acquisition	47,3	47,3	47,3	47,3	47,3	47,3	47,3	47,3
dont financières	24,1	35,4	35,0	23,6	24,3	24,3	24,3	24,3
BFR	33,1	32,3	-22,6	-32,7	-59,3	-61,2	-63,0	-64,4
Actif économique	287,9	339,2	347,7	296,9	265,7	250,8	240,0	229,6
Gearing (%)	17,9%	39,1%	64,3%	69,9%	47,5%	24,5%	8,5%	-6,1%
BFR/CA (%)	4,6%	4,4%	-3,0%	-4,4%	-8,4%	-8,4%	-8,4%	-8,4%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,0	1,9	3,4	1,5	1,3	0,7	0,2	ns
ROE (%)	3,8%	6,1%	ns	ns	2,6%	10,4%	11,3%	11,5%
ROACE (%) après IS normé	1,7%	5,0%	ns	8,5%	2,6%	5,6%	7,2%	8,5%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	44,8	47,7	31,5	46,6	43,8	57,8	61,0	63,4
Variation BFR	-13,1	-3,5	-6,0	18,2	17,7	1,9	1,8	1,4
Investissements industriels	-21,8	-31,8	-38,5	-23,8	-20,6	-27,0	-31,0	-31,0
% du CA	3,0%	4,4%	5,1%	3,2%	2,9%	3,7%	4,1%	4,1%
Cash Flow Libre	9,9	12,3	-12,9	41,0	40,9	32,7	31,8	33,8
Cessions d'actifs	0,5	0,2	1,5	0,1	1,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	5,4	-38,4	-69,4	4,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-3,8	-4,2	-4,7	-3,4	-4,2	-1,3	-5,7	-5,7
Augmentation de capital	0,5	0,2	1,5	0,1	1,0	0,0	0,0	0,0
Autres	1,2	-22,3	53,2	-22,8	-8,1	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-13,7	52,3	30,7	-19,6	-30,6	-31,3	-26,0	-28,1
Dettes financières nettes	40,3	92,6	123,3	103,8	73,1	41,8	15,8	-12,3

Répartition du CA/activité



Evolution CA et marge opérationnelle



FLEURY MICHON

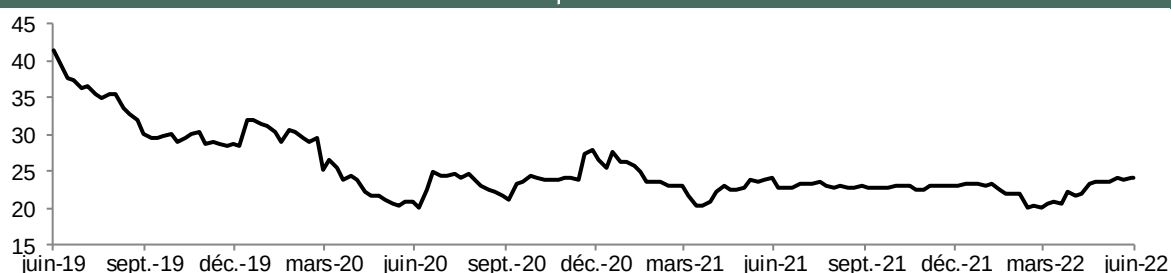
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	2,08	3,49	-10,37	-7,19	0,95	4,19	4,94	5,51
var. n/n-1	-49,4%	67,9%	+/-	- -/-	-/+	+ /++	18,0%	11,6%
CFPA	10,8	11,5	7,6	11,0	10,3	13,6	14,4	14,9
ANPA	54,4	57,1	45,6	34,9	36,2	40,1	43,7	47,9
Dividende net (versé en n+1)	1,10	1,20	0,80	1,00	0,30	1,30	1,30	1,30
Payout (%)	53,6%	34,8%	-7,8%	-29,2%	17,3%	31,1%	26,3%	23,6%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	17,2%							

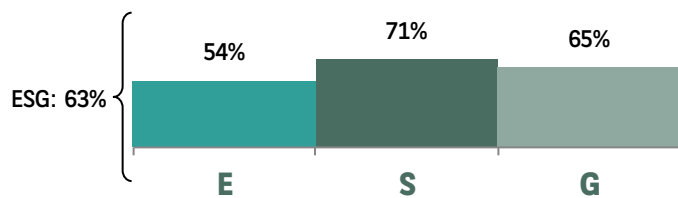
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	26,0	14,0	ns	ns	13,3	5,7	4,9	4,4
PCF (x)	4,9	4,2	4,8	2,3	2,2	1,8	1,7	1,6
PAN (x)	1,0	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
VE/CA (x)	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1
VE/EBE (x)	6,5	6,1	8,0	3,2	3,2	2,5	1,9	1,4
VE/ROP (x)	23,8	16,3	ns	ns	17,2	7,5	5,1	3,4
Free Cash Flow Yield (%)	4,5%	6,2%	-8,6%	38,8%	41,6%	32,0%	31,1%	33,1%
Rendement (%)	2,1%	2,3%	3,3%	3,2%	4,3%	1,3%	5,4%	5,4%
Capitalisation (M€)	233,8	212,0	159,7	109,0	101,5	105,3	105,3	105,3
Valeur d'Entreprise (VE)	274,1	304,5	285,7	212,8	174,7	147,2	121,1	93,1
Cours de référence (€)	53,3	48,3	36,4	24,8	23,1	24,0	24,0	24,0
Nb de titres (Mio)	4,388	4,388	4,388	4,388	4,388	4,388	4,388	4,388
Nb de titres corrigé (Mio)	4,148	4,148	4,148	4,248	4,248	4,248	4,248	4,248
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	02/02/2002							
Cours d'introduction ajusté	22,8 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	177,7	172,5	169,9	193,2	-
CA T2	182,1	185,9	178,9	183,4	-
CA S1	359,9	358,4	348,8	376,7	341,7
ROP S1	3,7	10,0	-5,7	-3,5	6,1
RN pdg corrigé S1	1,6	6,3	-8,9	-13,3	3,7
Marge opérationnelle S1	1,0%	2,8%	-1,6%	-0,9%	1,8%
Marge nette S1	0,5%	1,7%	-2,6%	-3,5%	1,1%
CA T3	178,2	186,6	199,3	182,1	-
CA T4	178,9	180,4	199,5	176,7	-
CA S2	357,1	366,9	398,8	358,8	363,9
ROP S2	7,8	8,7	-28,7	-5,1	4,1
RN pdg corrigé S2	6,9	8,0	-9,2	-1,2	3,7
Marge opérationnelle S2	2,2%	2,4%	-7,2%	-1,4%	1,1%
Marge nette S2	1,9%	2,2%	-2,3%	-0,3%	1,0%

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>					
CA T1	-3,8%	-2,9%	-1,5%	13,7%	-
CA T2	-2,8%	2,1%	-3,8%	2,5%	-
CA T3	-5,3%	4,7%	6,8%	-8,6%	-
CA T4	0,7%	0,9%	10,6%	-11,4%	-
CA S1	-3,2%	-0,4%	-2,7%	8,0%	-9,3%
CA S2	-2,4%	2,8%	8,7%	-10,0%	1,4%
ROP S1	-72,4%	+ /++	+/-	- -/-	- /+
ROP S2	-5,9%	10,6%	+/-	- -/-	- /+

Historique de cours





FLEURY MICHON

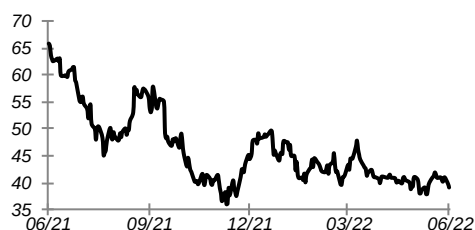
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	35,5	37,1	37,5	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	ND	ND	ND	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	43%	40%	40%	
Index égalité salariale femmes / hommes	94	ND	88	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	6,8%	ND	12%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	7,3%	4,9%	2,5%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	30 actions gratuites par an / salarié
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	141	138	133	
Taux d'absentéisme	6,9%	7,9%	8,1%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	35,7	25,5	20,2	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	Oui	Oui	Oui	Middenext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	11	9	9	
<i>dont indépendants</i>	3	3	4	
<i>dont femmes</i>	4	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	92%	94%	94%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	Comité Audit , Risques
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	Comité Audit , Risques
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	69%	71%	70%	Concert
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Non	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Non	Non	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	12,8	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	ISO 26000 Charte Achats Fleury Michon
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	ISO 9001
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	80%	100%	94%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

FOCUS

Loisirs



Cours : 39,10€ 14 Juin 2022

Objectif : 45,30€

RENFORCER (2)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique FR0012419307 / ALFOC
Reuters / Bloomberg ALFOC.PA / ALFOC:FP
Indice Euronext GROWTH
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **253,5**
Flottant (%) 53,9%
Nbre de Titres (Mio) 6,482
Date de clôture 31-Mar

Actionnariat
Neology 43,2%
Dirigeants et salariés 2,9%
Flottant 53,9%

	20	21e	22e
PER	13,7	24,4	11,9
PCF	5,8	4,5	3,5
VE/CA	1,3	1,8	1,5
VE/ROP	10,0	21,4	10,0
PAN	3,3	1,4	1,3
Rendement	1,2%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-1,6%	0,1%	3,6%
ROACE	33,2%	13,0%	25,2%

	20	21e	22e
CA	171,0	142,6	170,1
CA précédent	171,0	139,4	169,5
var. n/n-1	19,8%	-16,6%	19,3%
EBE	49,5	49,6	66,9
ROC	24,8	11,7	25,2
% CA	14,5%	8,2%	14,8%
ROP	21,8	11,7	25,2
% CA	12,7%	8,2%	14,8%
RN Pdg publié	13,3	8,5	17,5
% CA	7,8%	6,0%	10,3%

	20	21e	22e
BNPA	2,51	1,60	3,30
BNPA précédent	2,51	1,59	3,37
var. n/n-1	1,8%	-36,0%	105,4%
BNPA Cor	3,08	1,60	3,30
ANPA	12,9	27,5	30,8
Dividende net	0,00	0,00	0,00

	20	21e	22e
DFN	-7,0	-17,2	-14,5

Maxence Dhoury, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 12
maxence.dhoury@bnpparibas.com

Un jeu plus équilibré

Activité

Focus Home Interactive est un éditeur de jeux vidéo PC et consoles positionné sur les jeux dits AA, des titres ambitieux mais au budget maîtrisé. Grâce aux fonds levés sur le marché depuis son IPO en 2015 et au cash généré par les succès précédents, le catalogue du groupe monte en ambition et en budget mais de manière progressive. Il en ressort une qualité moyenne élevée relativement au segment AA. Historiquement, le groupe externalisait l'ensemble des développements de jeux à des studios externes mais a commencé depuis 2020 une stratégie d'intégration qui a abouti sur de premières acquisitions : Deck13, StreumOn, Douze Dixièmes, Leikir et surtout Dotemu (au profil hybride studio/éditeur).

Marché / Concurrence

Le secteur a profité à plein d'une demande accrue par la crise sanitaire, avec des consommateurs encouragés à rester chez eux et une capacité de distribution préservée grâce aux stores dématérialisés. Le recours prolongé au télétravail a néanmoins pesé sur la productivité des développements, avec un risque accru de décalage. Au-delà de ce phénomène passager, nous considérons que le contexte est durablement porteur. Les jeux vidéo deviennent en effet de plus en plus accessibles avec la multiplication des plateformes tandis qu'une transition démographique devrait augmenter le nombre de joueurs pendant encore plusieurs décennies selon nous.

Stratégie / Perspectives

Le M&A est clairement au centre de la stratégie depuis le changement de contrôle opéré à l'été 2020. Le but est de capter une plus grande part de la valeur mais également de pérenniser un catalogue à long-terme. Le nombre de studios partenaires potentiels risque en effet de se réduire avec la tentation de l'autoédition ou le rachat par des éditeurs concurrents. La concurrence est rude sur ce segment du fait de la puissance de feu d'acteurs comme Embracer, Microsoft ou encore Tencent. Focus peut néanmoins capitaliser sur ses relations et performances historiques dans l'édition AA, ainsi que proposer des modalités flexibles d'intéressement à long-terme pour les dirigeants de studios. À l'aide de ses premières acquisitions et d'un partenariat de coédition avec Saber pour cinq titres d'ici 2025/26, Focus a également reconstitué son pipeline (>150M€ de budget prévisionnel pour les jeux à sortir lors du dernier pointage en septembre 2021), ce qui lui laisse selon nous du temps pour compléter son réseau de studios internes.

Valorisation

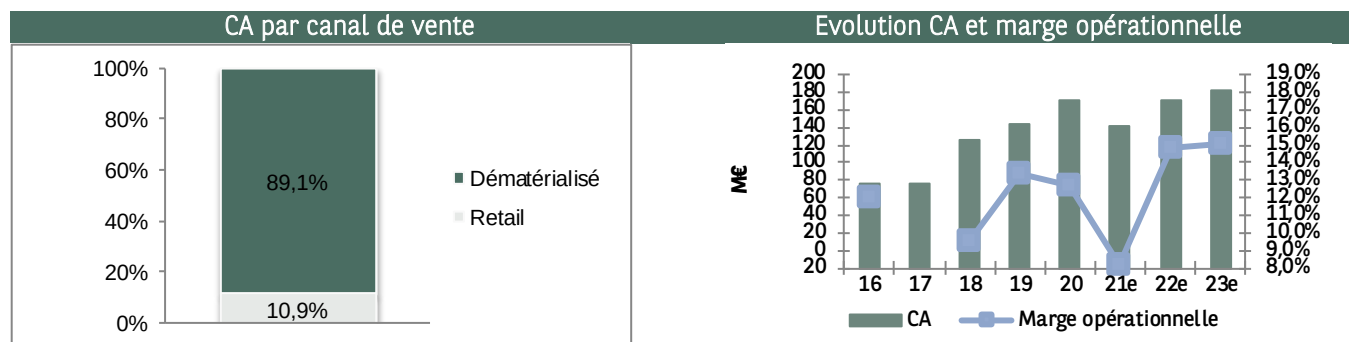
Si des interrogations demeurent (décalages de jeux, forte concurrence sur le M&A...), et nous empêchent d'être *bullish*, Focus nous semble présenter un risk/reward redevenu attractif après l'atterrissage du titre et la reconstitution d'un important pipeline de jeux.

FOCUS

Exploitation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
CA	75,6	75,9	126,0	142,8	171,0	142,6	170,1	182,5
var. n/n-1	9,3%	0,4%	66,0%	13,3%	19,8%	-16,6%	19,3%	7,3%
var. organique	9,3%	-5,7%	66,0%	13,3%	19,8%	-16,6%	7,0%	7,3%
EBE	30,9	9,8	41,2	43,1	49,5	49,6	66,9	71,3
ROC	9,2	9,6	14,1	19,2	24,8	11,7	25,2	27,6
var. n/n-1	3,3%	4,4%	46,9%	36,4%	29,2%	-52,9%	+ / ++	9,3%
ROP	9,1	-	12,1	19,2	21,8	11,7	25,2	27,6
RCAI	8,9	-	11,9	19,1	20,1	11,7	25,2	27,6
IS	-3,0	-	-4,0	-6,0	-6,8	-3,1	-6,3	-6,9
RN Pdg publié	5,9	-	8,0	13,0	13,3	8,5	17,5	19,2
RN Pdg corrigé	6,0	-	10,0	13,1	16,3	8,5	17,5	19,2
var. n/n-1	4,1%	-	- / +	30,7%	24,8%	-47,9%	+ / ++	10,1%
Tmva CA 2018 / 2022e	7,8%							
Marge brute (%)	32,3%	31,5%	29,1%	30,8%	29,9%	27,5%	33,9%	33,9%
Marge opérationnelle (%)	12,1%	-	9,6%	13,4%	12,7%	8,2%	14,8%	15,1%
Marge nette (%)	7,9%	-	7,9%	9,2%	9,5%	6,0%	10,3%	10,5%
Taux IS (%)	34,1%	-	33,2%	31,6%	33,9%	26,5%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	-9,6%	-9,7%	-7,0%	-7,2%	-7,3%	-8,0%	-7,2%	-7,1%
CA/effectif (K€)	957	782	1 115	1 116	826	-	-	-
var. n/n-1	-21,1%	-18,2%	42,5%	0,1%	-26,0%	-	-	-
Effectif moyen	79	97	113	128	207	-	-	-
var. n/n-1	38,6%	22,8%	16,5%	13,3%	61,7%	-	-	-

Bilan	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Fonds propres Pdg	26,5	43,2	44,6	54,7	68,5	145,7	163,2	182,4
Dettes financières nettes	-10,2	-7,8	-18,8	-18,0	-7,0	-17,2	-14,5	-18,6
Autres	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	-58,5	-70,0	-81,4
Capitaux investis	16,2	35,4	25,8	37,0	61,8	70,1	80,2	85,4
Immobilisations nettes	0,9	0,9	0,9	1,0	76,0	141,5	155,2	169,2
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	6,2	6,2	6,2	6,2
dont financières	0,4	0,4	0,3	0,3	1,4	60,1	70,1	80,1
BFR	15,8	34,9	25,3	36,4	-12,8	-11,2	-4,9	-3,7
Actif économique	16,2	35,4	25,8	37,0	61,8	70,1	80,2	85,4
Gearing (%)	-38,6%	-18,0%	-42,2%	-32,9%	-10,2%	-11,8%	-8,8%	-10,1%
BFR/CA (%)	20,9%	46,0%	20,1%	25,5%	-7,5%	-7,9%	-2,9%	-2,0%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	22,2%	-	17,9%	23,8%	19,4%	5,8%	10,7%	10,5%
ROACE (%) après IS normé	53,7%	-	30,7%	41,8%	33,2%	13,0%	25,2%	25,0%

Financement	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Cash Flow	6,1	6,8	8,2	13,7	38,7	46,4	59,1	63,0
Variation BFR	-9,9	-19,2	9,7	-11,3	-1,7	-1,5	-6,3	-1,2
Investissements industriels	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-40,5	-44,6	-45,4	-47,7
% du CA	0,1%	0,4%	0,2%	0,2%	23,7%	31,3%	26,7%	26,1%
Cash Flow Libre	-4,0	-12,7	17,7	2,1	-3,6	0,2	7,4	14,1
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,1	0,0	0,0	0,0	-7,3	-58,7	-10,0	-10,0
Dividendes	-2,3	-2,5	-3,0	-2,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	2,3	13,0	-3,8	-0,2	0,1	68,7	0,0	0,0
Autres	0,1	-0,3	0,2	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	4,0	2,4	-11,0	0,8	11,0	-10,2	2,6	-4,1
Dettes financières nettes	-10,2	-7,8	-18,8	-18,0	-7,0	-17,2	-14,5	-18,6



FOCUS

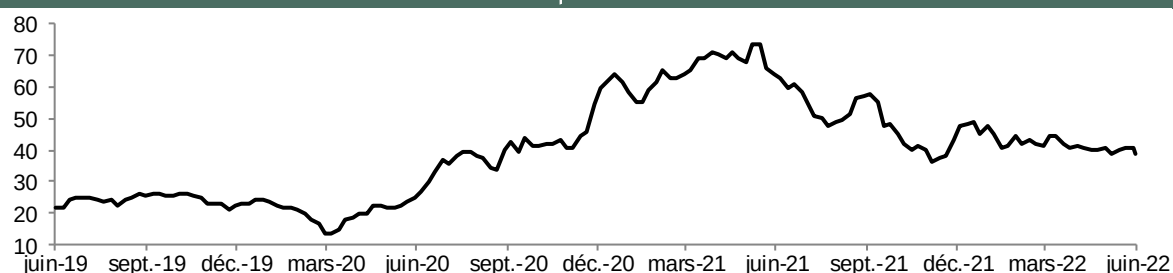
Données par action	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
BNPA	1,24	-	1,51	2,46	2,51	1,60	3,30	3,63
var. n/n-1	-2,3%	-	-/+	30,7%	24,8%	-47,9%	+ /++	10,1%
CFPA	1,3	1,3	1,5	2,6	7,3	8,8	11,2	11,9
ANPA	5,6	8,2	8,4	10,3	12,9	27,5	30,8	34,4
Dividende net (versé en n+1)	0,49	0,48	0,57	0,52	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	38,9%	-	30,0%	21,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2018 / 2022e	14,9%							
Tmva CFPA 2018 / 2022e	64,0%							

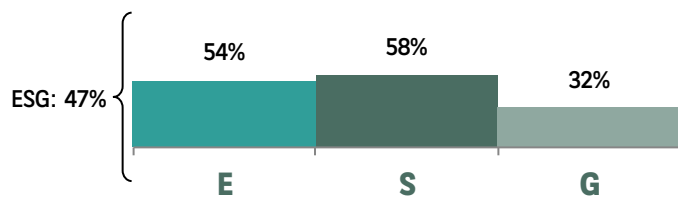
Valorisation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
PER (x)	20,0	-	13,8	9,3	13,7	24,4	11,9	10,8
PCF (x)	19,6	23,2	16,9	8,9	5,8	4,5	3,5	3,3
PAN (x)	4,5	3,7	3,1	2,2	3,3	1,4	1,3	1,1
VE/CA (x)	1,4	2,0	0,9	0,7	1,3	1,8	1,5	1,4
VE/EBE (x)	3,5	15,2	2,9	2,4	4,4	5,0	3,8	3,5
VE/ROP (x)	11,9	-	9,8	5,4	10,0	21,4	10,0	9,0
Free Cash Flow Yield (%)	-3,3%	-8,0%	12,8%	1,7%	-1,6%	0,1%	3,6%	6,8%
Rendement (%)	1,6%	1,6%	1,8%	2,5%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	119,0	156,6	136,9	121,8	225,1	251,6	251,6	251,6
Valeur d'Entreprise (VE)	108,4	148,4	117,7	103,6	216,7	250,0	252,6	248,5
Cours de référence (€)	25,1	30,0	26,1	23,0	42,2	39,1	39,1	39,1
Nb de titres (Mio)	4,748	5,227	5,250	5,307	5,330	6,436	6,436	6,436
Nb de titres corrigé (Mio)	4,748	5,298	5,298	5,298	5,298	5,298	5,298	5,298
% de la dilution	0,0%	1,3%	0,9%	-0,2%	-0,6%	-17,7%	-17,7%	-17,7%
Date d'introduction	16/02/2015							
Cours d'introduction ajusté	12,1 €							

Données intermédiaires	16	17	18	19	20	21
CA T1	9,0	23,2	28,5	42,6	64,3	41,2
CA T2	18,7	10,1	15,8	37,2	39,3	44,0
CA S1	27,7	33,3	44,3	79,8	103,6	85,1
ROP S1	2,6	-	5,1	13,5	15,1	7,2
RN pdg corrigé S1	1,6	-	5,2	9,2	8,9	5,5
Marge opérationnelle S1	9,4%	-	11,6%	16,9%	14,6%	8,4%
Marge nette S1	5,6%	-	11,7%	11,5%	8,6%	6,4%
CA T3	8,5	32,1	57,2	38,9	37,8	37,1
CA T4	39,2	10,5	24,4	24,0	30,0	20,3
CA S2	47,8	42,6	81,6	63,0	67,4	57,5
ROP S2	6,5	-	6,9	5,7	6,7	-
RN pdg corrigé S2	6,7	-	7,2	5,6	6,5	-
Marge opérationnelle S2	13,6%	-	8,5%	9,1%	9,9%	-
Marge nette S2	13,9%	-	8,9%	8,9%	9,7%	-

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	42,9%	+ /++	22,7%	49,5%	50,9%	-35,9%
CA T2	-29,4%	-46,1%	56,9%	+ /++	5,6%	12,0%
CA T3	-49,7%	+ /++	78,2%	-32,0%	-2,8%	-1,9%
CA T4	+ /++	-73,2%	+ /++	-1,8%	25,0%	-32,3%
CA S1	-15,6%	20,1%	33,0%	79,9%	29,8%	-17,8%
CA S2	31,8%	-10,9%	91,6%	-22,8%	7,0%	-14,7%
ROP S1	-40,5%	-	- /+	+ /++	12,3%	-52,5%
ROP S2	49,4%	-	- /+	-17,3%	16,8%	-

Historique de cours





FOCUS

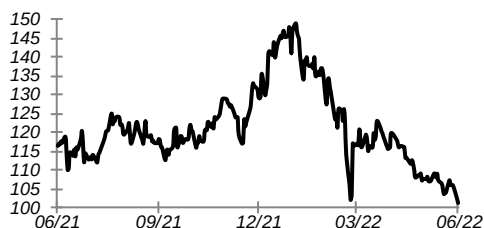
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	0,1	En réflexion
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	31%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	95	84	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	27%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	12%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	AK réservée aux salariés en novembre 2021
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	176 256	145 861	145 176	
Taux d'absentéisme	ND	ND	2,0%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	0,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	Non	Non	Oui	Middenext, manque encore la mise en place de comités pour un respect total
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	4	4	6	
<i>dont indépendants</i>	1	1	2	
<i>dont femmes</i>	1	1	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Non	Non	Non	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	50%	46%	46%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Non	
Déclaration de la rémunération du CEO	Non	Non	Non	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Oui	Clause RSE dans les contrats avec les studios partenaires
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	100%	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

FONTAINE PAJOT

Loisirs



Cours : 101,20€ 14 Juin 2022

Objectif : 162,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0010485268 / ALFPC
Reuters / Bloomberg ALFPC.PA / ALFPC FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **168,7**
Flottant (%) 45,7%
Nbre de Titres (Mio) 1,667
Date de clôture 29-Aoû

Actionnariat
La Cie du catamaran 54,3%
Public 45,7%

	21	22e	23e
PER	13,4	10,1	7,9
PCF	6,5	6,0	5,1
VE/CA	0,5	0,4	0,3
VE/REX	3,9	3,5	2,2
PAN	2,7	2,3	1,9
Rendement	1,8%	1,7%	2,2%
Free Cash Flow Yield	32,7%	9,3%	12,6%
ROACE	78,1%	ns	ns

CA	202,3	225,6	259,5
CA précédent	202,3	225,6	259,5
var. n/n-1	17,0%	11,5%	15,0%
EBE	34,7	37,6	44,7
ROC	23,5	26,6	33,7
% CA	11,6%	11,8%	13,0%
REX	23,5	26,6	33,7
% CA	11,6%	11,8%	13,0%
RN Pdg publié	10,9	17,4	22,1
% CA	5,4%	7,7%	8,5%

BNPA	6,56	10,41	13,23
BNPA précédent	6,56	9,79	13,23
var. n/n-1	46,2%	58,9%	27,1%
BNPA Cor	6,96	10,05	12,88
ANPA	34,8	43,1	53,8
Dividende net	1,68	2,19	2,78
DFN	-69,3	-82,1	-99,7

Arnaud Despre, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 52
arnaud.despre@bnpparibas.com

Toujours de la visibilité !

Activité

Fountaine Pajot est le n°2 France & Europe du nautisme au travers de 3 marques (Fountaine Pajot Sailing Catamarans, Fountaine Pajot Motor Yachts & Dufour Yachts). Le groupe possède 5 sites de production avec une capacité actuelle en volume d'environ 280 unités en catamarans et 400 unités en monocoques. Ses ventes se font majoritairement à l'export (CA France 13%, Europe 38%, Am.Nord & Caraïbes 24%).

Marché / Concurrence

Le marché du multicoque de plaisance représente un marché mondial estimé à 1500 unités, fragmenté en 85% voile et 15% moteur (avant crise sanitaire). Ce marché a connu un essor significatif depuis 2010 avec une croissance de l'ordre de +17%/an. Le succès des catamarans est lié à l'espace de vie proposé à bord, aux volumes, à la stabilité mais également à la luminosité. La France est le premier producteur au monde avec les chantiers Lagoon (groupe Bénéteau, CA estimé à ~270M€ pré-crise), Fountaine Pajot (CA multicoques 147M€ en 2020/21, 112M€ en 2019/20), Catana (CA 102M€ en 2020/21) et Bavaria Nautitech. Le marché adressé par Dufour Yachts est quant à lui moins dynamique (marché mondial CAGR +1%e à +2%e) et plus concurrentiel, mais permet à Fountaine Pajot de générer des synergies commerciales et opérationnelles.

Stratégie / Perspectives

Les tensions sur la chaîne d'approvisionnement sont toujours bien présentes, le groupe arrive à diversifier ses sources mais cela prend du temps (cahiers des charges, appels d'offres...). Il existe entre 2% et 10% de manquants sur les chaînes, mais n'empêchant pas forcément les livraisons des unités (pièces manquantes envoyées ultérieurement). Niveau prix, le groupe a de nouveau passé des hausses entre +5,0% et +10,0% depuis le début de l'année calendaire, pour un effet qui se fera ressentir en top line sur la saison 2023/24. Nous comprenons d'ailleurs que la saison 2022/23 est jouée en volume, encore à définir sur le mix produit. Le groupe ne communique pas ses carnets au-delà de la saison en cours, mais l'appétit des particuliers reste bien présent et le retour des loueurs est confirmé. Il faut attendre un pincement de marge brute sur la saison en cours (PZP -80bp à 63,0%), et une contraction de la MOP du fait des OPEX liées à la main d'œuvre. Nous ciblons une MOC de 11,1%, -50bp vs n-1.

Valorisation

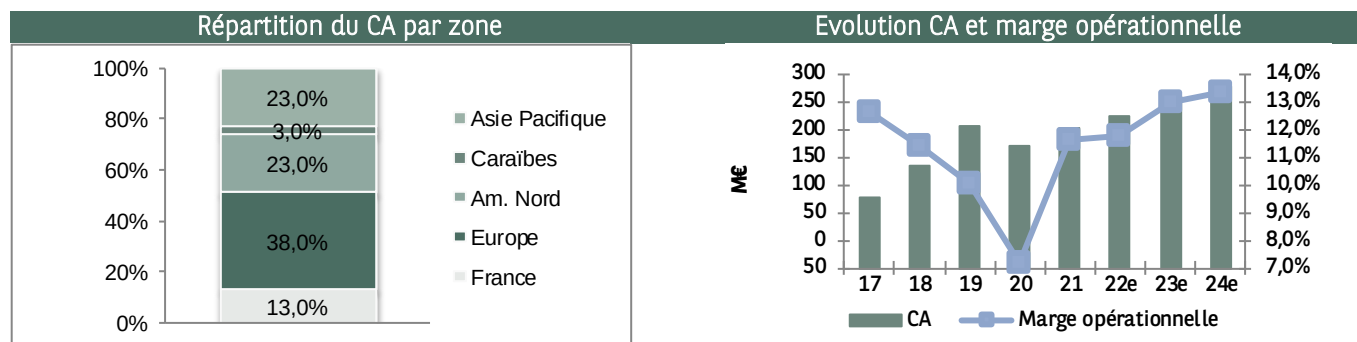
Niveau valorisation, c'est historiquement faible à EV/EBIT ~4x 21/22e, ~2,5x la saison suivante, nous ne voyons pourtant pas le cycle se retourner dans les 1 à 2 saisons suivantes. Nous ajustons notre objectif de 171€ à 162€ (DCF, WACC 9,7%, Taux à l'infini 0,5%, marge EBIT normative 10,5%, normalisation des acomptes clients sous 3 ans, décote ESG -5%).

FONTAINE PAJOT

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	79,0	136,8	207,1	172,8	202,3	225,6	259,5	280,2
var. n/n-1	11,9%	73,2%	51,4%	-16,5%	17,0%	11,5%	15,0%	8,0%
var. organique	11,9%	73,2%	51,4%	-16,5%	17,0%	11,5%	15,0%	8,0%
EBE	13,2	22,4	31,2	23,4	34,7	37,6	44,7	48,5
ROC	10,0	15,6	20,8	12,4	23,5	26,6	33,7	37,5
var. n/n-1	15,7%	56,3%	32,8%	-40,4%	90,1%	12,9%	27,0%	11,0%
REX	10,0	15,6	20,8	12,4	23,5	26,6	33,7	37,5
RCAI	9,7	15,2	19,7	11,4	23,1	26,2	33,3	37,1
IS	-2,7	-4,1	-5,3	-5,4	-7,5	-9,0	-11,5	-12,8
RN Pdg publié	6,3	10,3	10,8	7,5	10,9	17,4	22,1	24,5
RN Pdg corrigé	6,3	10,3	11,0	7,1	11,6	16,8	21,5	23,9
var. n/n-1	4,5%	63,3%	6,9%	-35,5%	63,0%	44,4%	28,0%	11,4%
Tmva CA 2019 / 2023e	5,8%							
Marge brute (%)	71,8%	62,6%	62,9%	63,2%	63,8%	63,0%	64,0%	64,0%
Marge opérationnelle (%)	12,7%	11,4%	10,0%	7,2%	11,6%	11,8%	13,0%	13,4%
Marge nette (%)	8,0%	7,5%	5,3%	4,1%	5,7%	7,4%	8,3%	8,5%
Taux IS (%)	28,2%	27,2%	26,9%	47,7%	32,7%	34,4%	34,4%	34,4%
Frais de personnel / CA (%)	19,5%	17,5%	18,4%	21,2%	20,4%	-	-	-
CA/effectif (K€)	208	159	227	171	204	-	-	-
var. n/n-1	0,6%	-23,8%	43,1%	-24,7%	19,3%	-	-	-
Effectif moyen	379	862	912	1 011	992	-	-	-
var. n/n-1	11,1%	+ / ++	5,8%	10,9%	-1,9%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	27,8	37,6	45,6	49,0	58,0	71,9	89,7	109,0
Dettes financières nettes	-27,3	2,7	-5,0	-20,3	-69,3	-82,1	-99,7	-113,6
Autres	4,6	-3,7	-3,9	3,3	8,6	8,4	8,2	8,0
Capitaux investis	5,1	43,6	43,6	37,5	2,0	3,5	4,2	9,9
Immobilisations nettes	13,9	88,2	93,1	85,0	82,1	81,4	81,0	81,4
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	0,0	11,0	11,5	5,0	0,1	0,2	0,4	0,6
BFR	-8,8	-33,5	-38,0	-42,5	-80,0	-77,7	-76,4	-70,8
Actif économique	5,1	43,6	43,6	37,5	2,0	3,5	4,2	9,9
Gearing (%)	-98,3%	5,9%	-9,5%	-37,2%	-110,5%	-106,3%	-104,2%	-98,3%
BFR/CA (%)	-11,1%	-24,5%	-18,3%	-24,6%	-39,6%	-34,4%	-29,4%	-25,3%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	0,1	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	22,8%	27,4%	23,7%	15,2%	18,9%	24,1%	24,6%	22,5%
ROACE (%) après IS normé	95,9%	42,1%	31,2%	20,0%	78,1%	ns	ns	ns

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	9,6	15,6	20,6	21,2	24,0	28,2	32,9	35,3
Variation BFR	3,6	24,8	4,5	4,5	37,6	-2,3	-1,3	-5,6
Investissements industriels	-5,9	-6,3	-13,2	-14,3	-10,6	-10,2	-10,4	-11,2
% du CA	7,5%	4,6%	6,4%	8,3%	5,2%	4,5%	4,0%	4,0%
Cash Flow Libre	7,2	34,1	11,8	11,4	51,0	15,7	21,2	18,5
Cessions d'actifs	0,0	0,1	0,3	4,9	0,2	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-1,5	-1,5	-2,4	-2,8	-2,8	-2,8	-3,6	-4,6
Augmentation de capital	0,0	-3,5	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	3,4	-59,2	-1,4	1,7	0,6	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-9,1	30,0	-7,6	-15,3	-49,0	-12,9	-17,5	-13,9
Dettes financières nettes	-27,3	2,7	-5,0	-20,3	-69,3	-82,1	-99,7	-113,6



FONTAINE PAJOT

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	3,79	6,18	6,49	4,48	6,56	10,41	13,23	14,70
var. n/n-1	4,4%	63,3%	6,9%	-35,5%	63,0%	44,4%	28,0%	11,4%
CFPA	5,7	9,4	12,3	12,7	14,4	16,9	19,7	21,2
ANPA	16,7	22,6	27,4	29,4	34,8	43,1	53,8	65,4
Dividende net (versé en n+1)	0,90	0,90	1,38	1,68	1,68	2,19	2,78	3,09
Payout (%)	23,7%	14,5%	20,8%	39,3%	24,1%	21,8%	21,6%	21,5%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	18,1%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	12,4%							

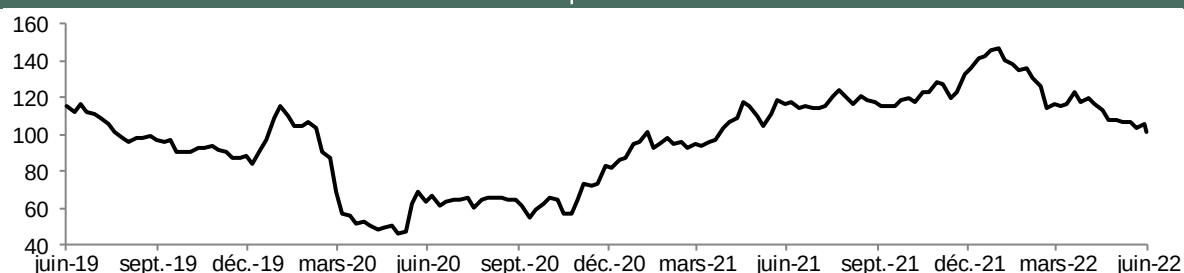
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	18,2	17,8	16,3	18,4	13,4	10,1	7,9	7,1
PCF (x)	12,0	11,7	8,7	6,2	6,5	6,0	5,1	4,8
PAN (x)	4,1	4,9	3,9	2,7	2,7	2,3	1,9	1,5
VE/CA (x)	1,1	1,4	0,9	0,7	0,5	0,4	0,3	0,2
VE/EBE (x)	6,7	8,6	5,8	5,0	2,6	2,4	1,7	1,3
VE/REX (x)	8,8	12,4	8,7	9,4	3,9	3,5	2,2	1,6
Free Cash Flow Yield (%)	6,3%	18,6%	6,6%	8,7%	32,7%	9,3%	12,6%	11,0%
Rendement (%)	1,3%	0,8%	0,8%	1,8%	1,8%	1,7%	2,2%	2,7%
Capitalisation (M€)	115,3	183,6	179,7	130,9	156,0	168,7	168,7	168,7
Valeur d'Entreprise (VE)	88,0	193,3	181,6	116,1	91,5	91,9	75,0	61,7
Cours de référence (€)	69,2	110,1	107,8	78,5	93,6	101,2	101,2	101,2
Nb de titres (Mio)	1,667	1,667	1,667	1,667	1,667	1,667	1,667	1,667
Nb de titres corrigé (Mio)	1,667	1,667	1,667	1,667	1,667	1,667	1,667	1,667
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	27/06/2007							
Cours d'introduction ajusté	30,0 €							

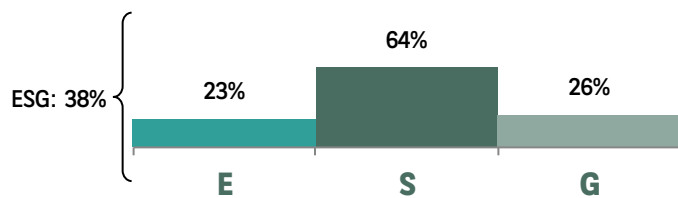
Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-
CA S1	29,1	44,1	80,0	93,5	84,5	90,4
REX S1	2,8	4,6	2,9	8,1	8,0	-
RN pdg corrigé S1	1,5	2,2	1,7	3,7	3,6	-
Marge opérationnelle S1	9,6%	10,5%	3,6%	8,6%	9,4%	-
Marge nette S1	5,0%	5,0%	2,2%	4,0%	4,3%	-
CA T3	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-
CA S2	49,9	93,5	127,1	79,4	117,8	-
REX S2	7,2	11,0	17,9	4,3	15,5	-
RN pdg corrigé S2	4,9	8,1	9,3	3,4	8,0	-
Marge opérationnelle S2	14,5%	11,8%	14,1%	5,4%	13,2%	-
Marge nette S2	9,8%	8,7%	7,3%	4,3%	6,8%	-

Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-
CA S1	19,3%	51,5%	81,5%	16,9%	-9,6%	7,0%
CA S2	8,0%	87,4%	36,0%	-37,6%	48,3%	-
REX S1	34,6%	66,0%	-38,2%	+ / ++	-0,9%	-
REX S2	9,8%	52,5%	62,5%	-75,9%	+ / ++	-

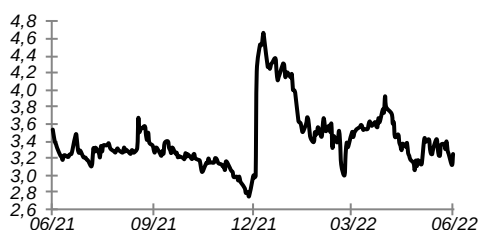
Historique de cours





FOUNTAINE PAJOT

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	Oui	Oui	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	ND	ND	ND	
Certification 14001	ND	ND	ND	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	24%	25%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	84	84	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	ND	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	10 000%	10 000%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	8,9%	8,9%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	55,1	68,6	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	ND	ND	ND	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	7	7	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Non	Non	Non	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	70%	70%	70%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Non	
Déclaration de la rémunération du CEO	Non	Non	Non	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



Cours : 3,25€

14 Juin 2022

Objectif : 9,20€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0004163111 / GNFT
Reuters / Bloomberg	GNFT.PA / GNFT:EN
Indice	CAC Mid 60
Contrat de prestation analyse	
Eligibilité PEA-PME	Non
Capitalisation (M€)	161,9
Flottant (%)	86,5%
Nbre de Titres (Mio)	49,815
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Insiders	0,4%
Ipsen	8,0%
Biotech Avenir	3,8%
Université de Lille	1,3%

	21	22e	23e
Cash Flow Libre	92,5	-28,8	60,8
Inv. financiers	-3,1	0,0	0,0
Augmentation capital	28,0	0,0	0,0
Var Trésorerie	87,7	-28,9	60,8
Trésorerie nette	258,8	229,9	290,7
Trésorerie nette/action	5,21	4,63	5,85

Prod. d'exploitation	85,6	1,6	90,4
ROP	31,8	-70,0	22,1
% Prod. exploitation	37,2%	ns	24,4%
RN pdg publié	67,3	-32,3	57,4
% Prod. exploitation	78,6%	ns	63,5%

Un deal qui donne l'impulsion à une nouvelle histoire

Activité

Genfit est une société biopharmaceutique qui développe des médicaments contre des maladies métaboliques et hépatiques. La société travaille depuis une vingtaine d'années sur le développement de médicaments ciblant les récepteurs nucléaires PPAR. Elafibranor, son produit phare est un double agoniste des récepteurs PPAR alpha et delta, qui est actuellement en phase 3 d'évaluation dans la Cholangite Biliaire Primitive (CBP). La société est parvenue à licencier Elafibranor à la société Ipsen dans un deal de 480 M€ dont 120 M€ d'upfront. De plus, Genfit a développé un test de diagnostic non-invasif de la NASH (NIS4™) qui est commercialement actif.

Marché / Concurrence

La CBP est une maladie inflammatoire auto-immune rare qui affecte les canaux biliaires dans le foie. Cette maladie chronique majoritairement silencieuse cause des lésions inflammatoires lentes et progressives à l'origine de complications de plus en plus sévères et potentiellement mortelles (prurit, fatigue, cirrhose hépatique, cancer du foie...). La CBP touche principalement les femmes âgées de 40 à 60 ans, avec une prévalence estimée à une femme sur 1 000 après 40 ans. Environ 40% des patients sont intolérants ou non répondeurs à l'UDCA qui est le seul traitement de première ligne. En cas d'échec ou d'intolérance à l'UDCA, le seul produit autorisé en 2^e ligne est l'Ocaliva® de la société Intercept Pharmaceutical qui a obtenu une AMM en Europe et aux USA en 2017. L'utilisation de ce produit est toutefois sujet à caution en raison de ses nombreux effets indésirables. Le marché de la PCB est aujourd'hui de 300M\$ et devrait atteindre 1,5Md\$ en 2035.

Stratégie / Perspectives

La restructuration de Genfit est un succès. La société est parvenue en moins d'un an à 1/ réduire son cashburn de 110M€ à 50M€ et 2/ renégocier sa dette de sorte à racheter la moitié de celle-ci à moitié prix. Malgré l'échec dans la NASH, la société a su capitaliser sur son savoir-faire pour rapidement rebondir avec Elafibranor dans la CPB. Ceci a conduit la société à conclure un deal majeur avec Ipsen qui lui permet 1/ de s'octroyer une trésorerie très confortable (222M€ au 31/03) ; 2/ de s'affranchir des coûts de développement futurs du produit et 3/ de mettre la main sur un nouvel actif, le GNS561 dans le cholangiocarcinome (CCA, cancer des voies biliaires), acquis auprès de Genoscience Pharma. Plus encore, à l'occasion de ce deal Ipsen a pris une participation de 8% au capital de Genfit, inscrivant ces derniers dans un partenariat durable. Avec quatre programmes en cours (CBP, CCA, Acute on Chronic Liver Failure (ACLF, phase I lancée en mai 2021, résultats attendus au T3 2022) et le diagnostic de la NASH), Genfit présente un pipeline équilibré entre programmes matures/proches de la commercialisation et programmes « early stage ». Avec une telle trésorerie, nous n'excluons pas que Genfit puisse acquérir de nouveaux actifs pour compléter son pipeline. La page NASH est donc définitivement tournée et une nouvelle histoire est en marche. À ce stade nous ne valorisons que le programme dans la CPB et le cash.

Valorisation

Valorisation rNPV. Nous incluons désormais les critères ESG à notre valorisation. Nous appliquons ainsi une prime de 5% à notre TP (9.20€ vs 8.70€ préc.) sur la base de ces critères.

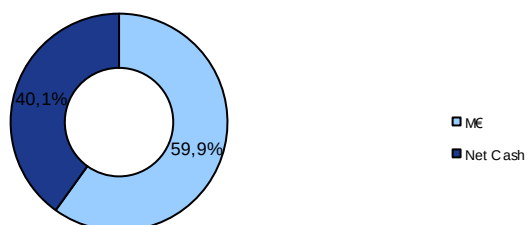
Mohamed Kaabouni, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 10
mohamed.kaabouni@bnpparibas.com

GENFIT

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-49,8	-77,1	-58,2	-95,1	33,4	-30,6	58,9	-9,2
Variation BFR	5,3	10,3	-0,4	-11,1	59,7	1,8	1,9	2,0
Investissements industriels	-2,8	-2,9	-2,0	-0,9	-0,5	0,0	-0,1	0,0
Cash Flow Libre	-47,3	-69,7	-60,6	-107,2	92,5	-28,8	60,8	-7,2
Cessions d'actifs	0,0	0,0	2,5	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,2	-1,1	-0,2	-0,1	-3,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	7,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,0
Augmentation de capital	20,0	0,0	126,5	0,0	28,0	0,0	0,0	0,0
Autres	149,1	-2,8	1,2	1,5	-29,9	-0,1	0,0	-7,0
Variation Trésorerie	121,5	-66,6	69,5	-105,7	87,7	-28,9	60,8	-7,2
Trésorerie nette	273,8	207,2	276,7	171,0	258,8	229,9	290,7	283,5
Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Produit d'exploitation	6,9	7,5	41,0	7,8	85,6	1,6	90,4	36,7
ROP	-56,7	-69,5	-57,8	-82,9	31,8	-70,0	22,1	-47,2
CIR	6,9	13,9	10,0	4,0	0,8	1,6	0,2	0,0
R&D immobilisée	-	-	-	-	-	-	-	-
Frais R&D	-54,2	-67,0	-66,2	-59,1	-35,2	-48,6	-51,0	-53,5
RN Pdg publié	-51,5	-79,5	-65,1	-101,2	67,3	-32,3	57,4	-10,7
Frais de personnel	-	-	-	-	-	-	-	-
Effectif moyen	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	105,7	20,9	84,1	-16,2	119,1	86,8	144,2	133,5
Autres	177,8	197,7	211,8	201,1	153,3	161,0	162,9	165,0
Capitaux investis	283,4	218,6	295,8	184,9	272,4	247,8	307,1	298,5
Immobilisations nettes	9,6	11,4	19,1	13,9	13,6	17,9	16,5	15,0
<i>dont écarts d'acquisition</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>dont financières</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
Trésorerie nette	273,8	207,2	276,7	171,0	258,8	229,9	290,7	283,5
BFR	-	-	-	-	-	-	-	-
Actif économique	283,4	218,6	295,8	184,9	272,4	247,8	307,1	298,5

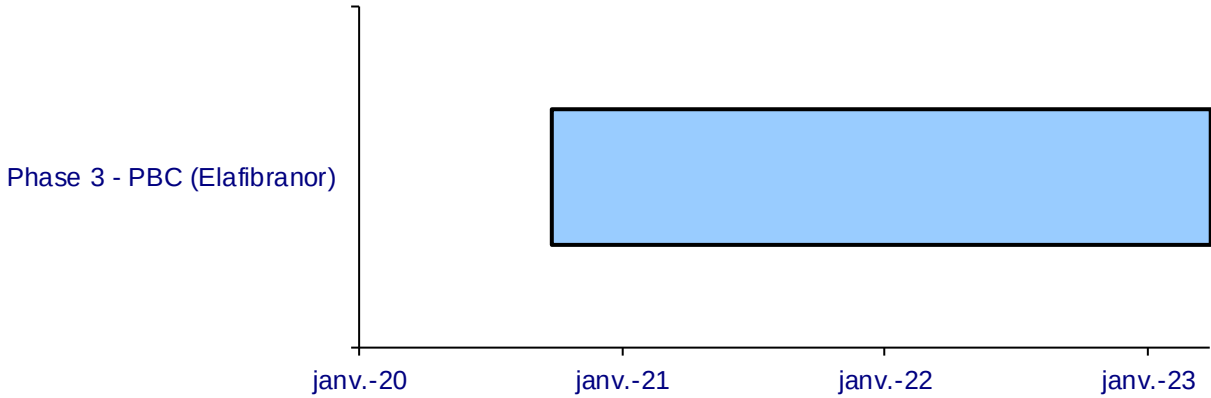
Valorisation NPV



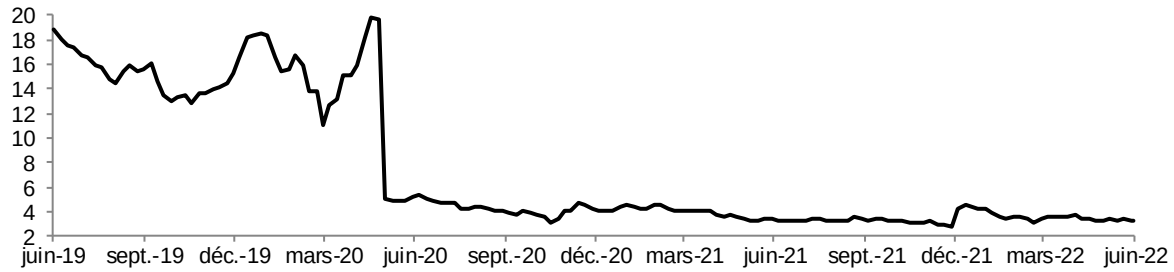
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Trésorerie nette / action	9,52	4,17	5,57	3,44	5,21	4,63	5,85	5,71
CFPA	-1,7	-1,6	-1,2	-1,9	0,7	-0,6	1,2	-0,2
Nb de titres (Mio)	28,775	49,678	49,678	49,678	49,678	49,678	49,678	49,678
Nb de titres corrigé (Mio)	28,772	49,675	49,675	49,675	49,675	49,675	49,675	49,675
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

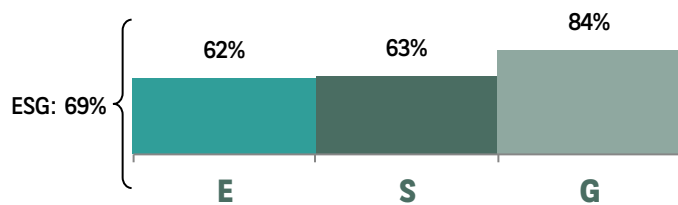
GENFIT

Calendrier



Historique de cours





GENFIT

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	24,1	963,4	856,0	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Oui	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	58%	60%	63%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	0,6%	0,0%	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	86%	70%	55%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	18%	52%	-27,0%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Non	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	2,0%	4,0%	0,9%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,0	0,0	0,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	9	10	
<i>dont indépendants</i>	0,714286	0,777778	0,8	
<i>dont femmes</i>	0,428571	0,444444	0,4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	93%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	4,9%	4,1%	8,0%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	30,67	8,47	10,33	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

GL EVENTS

Services aux entreprises



Cours : 16,38€ 14 Juin 2022

Objectif : 15,00€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique FR0000066672 / GLO
Reuters / Bloomberg GLTN.PA / GLO FP
Indice CAC Small
Eligibilité PEA-PME Oui

Euronext

FR0000066672 / GLO

GLTN.PA / GLO FP

CAC Small

Oui

Capitalisation (M€) **491,1**
Flottant (%) 28,9%
Nbre de Titres (Mio) 29,983
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Polygone S.A. 55,2%
Sofina 15,9%
Public 28,9%

	21	22e	23e
PER	24,2	14,5	9,9
PCF	3,5	4,5	3,8
VE/CA	1,5	1,0	0,9
VE/ROP	15,9	12,4	9,6
PAN	1,1	1,2	1,1
Rendement	0,0%	0,0%	2,4%
Free Cash Flow Yield	17,8%	15,0%	16,8%
ROACE	4,1%	6,9%	8,8%

CA	741,2	1 078,0	1 131,9
CA précédent	741,2	1 078,0	1 131,9
var. n/n-1	54,6%	45,4%	5,0%
EBE	170,2	182,3	204,8
ROC	72,6	88,6	110,8
% CA	9,8%	8,2%	9,8%
ROP	68,0	88,6	110,8
% CA	9,2%	8,2%	9,8%
RN Pdg publié	15,1	33,6	49,2
% CA	2,0%	3,1%	4,3%

BNPA	0,51	1,13	1,65
BNPA précédent	0,58	1,18	1,70
var. n/n-1	ns	122,1%	46,6%
BNPA Cor	0,60	1,13	1,65
ANPA	12,9	14,0	15,2
Dividende net	0,00	0,40	0,59

DFN	566,3	503,1	443,0

Yann de Peyrelongue, Analyste Financier
Nicolas Royot
+33 (0)1 40 17 50 39
yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com

L'incertitude reste présente

Activité

Créé en 1978, GL Events est leader européen en ingénierie et logistique événementielle. Le groupe exerce ses domaines de compétence (conception, installation et aménagement de stands, location de structures et de mobilier, éclairage, décoration) sur trois marchés : les prestations de services pour salons/événements GL Live (c.50% du CA dont deux tiers sur les salons et un tiers sur les grands événements institutionnels et sportifs), GL Venues (gestion déléguée d'espaces - parcs des expositions, palais des congrès, salles multifonctions, arena - 50 sites, c.30% du CA) et GL Exhibitions (organisation de 300 événements et salons propriétaires, c.20% du CA). Le CA à l'international représente c.50% des ventes (Europe, Asie, Amérique).

Marché / Concurrence

Les prestations pour salons et expositions en France enregistrent une progression annuelle de +1 à +5%/an. Elles sont évaluées à 2,5 Mds€ en Europe et le taux de récurrence est estimé à 85% d'une année sur l'autre. Le marché des grands événements est international et évalué à 1,5 Md€ en Europe et le taux de récurrence est de 60%. GL est fournisseur d'une offre élargie (gestion du site et prestations de services). La concurrence est atomisée : Créatif, Losberger (All.), Avesco (UK) sur les prestations de services ; Viparis (Fr./Paris), SMG (US), RAI (Hol.), Fiera Milano (Ita.), NEC Group et Excel (UK) sur la gestion d'espaces, Reed Exhibitions, Com'Exposium, DMG World Media, Congrex, Kenes International, Pico (Singapour), Colloquium, MCI sur la gestion d'événements et de congrès.

Stratégie / Perspectives

Depuis plus de dix ans, le groupe développe une offre de gestion d'espaces. Cela lui apporte : 1/ récurrence (contrats de 8 à 20 ans), 2/ amélioration de la rentabilité (MOP de 8 à 10% vs 7% à 9% en moyenne pour le groupe), 3/ génération de BFR négatif, et 4/ dilution du poids des activités cycliques liées aux grands événements internationaux. Le groupe entend accélérer le développement de ses activités à l'international et particulièrement en Chine via des acquisitions.

Dans le contexte incertain lié aux confinements en Chine, le groupe réitère ses guidances : 1/ une croissance du CA >30%, 2/ 20 à 30M€ d'économies de frais fixes par rapport à 2019 et 3/ un cash flow opérationnel de c.100M€.

Valorisation

Le budget Chine ne devrait pas être tenu cette année en raison des confinements locaux. Cette géographie est particulièrement rentable pour le groupe (MOC >35%) et pourrait obliger le groupe à engager des économies supplémentaires pour pallier au manque à gagner. À 13x EBIT 2022 et 10x EBIT 2023 (vs moyenne 2015-2020 de 11x) nous ne trouvons pas le couple rendement-risque intéressant et confirmons notre opinion Conserver (3).

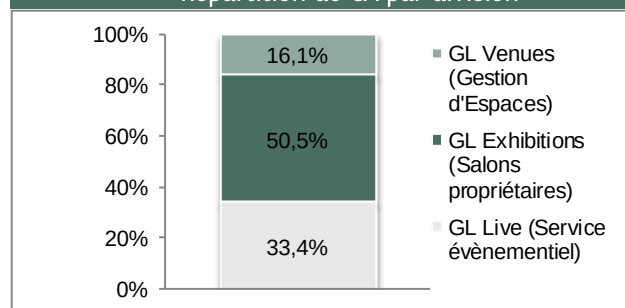
GL EVENTS

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	953,8	1 040,5	1 172,9	479,4	741,2	1 078,0	1 131,9	1 199,8
var. n/n-1	0,1%	9,1%	12,7%	-59,1%	54,6%	45,4%	5,0%	6,0%
var. organique	0,1%	9,0%	6,5%	0,0%	54,6%	41,7%	5,0%	6,0%
EBE	135,3	150,4	184,9	27,6	170,2	182,3	204,8	209,3
ROC	85,0	97,4	125,9	-63,3	72,6	88,6	110,8	114,6
var. n/n-1	7,2%	14,5%	29,3%	+/-	-/+	22,2%	25,0%	3,4%
ROP	84,4	88,2	120,8	-71,6	68,0	88,6	110,8	114,6
RCAI	67,5	74,5	109,9	-98,4	41,0	74,7	98,5	103,8
IS	-21,5	-21,8	-33,5	20,3	-16,6	-18,7	-24,6	-26,0
RN Pdg publié	35,1	42,3	55,1	-77,3	15,1	33,6	49,2	50,7
RN Pdg corrigé	35,5	48,7	58,7	-70,7	17,8	33,6	49,2	50,7
var. n/n-1	6,7%	37,3%	20,4%	+/-	-/+	88,3%	46,6%	3,1%
Tmva CA 2019 / 2023e	-0,9%							
Marge brute (%)	94,7%	95,1%	93,6%	93,3%	100,7%	95,1%	95,0%	94,9%
Marge opérationnelle (%)	8,9%	8,5%	10,3%	-14,9%	9,2%	8,2%	9,8%	9,5%
Marge nette (%)	3,7%	4,7%	5,0%	-14,7%	2,4%	3,1%	4,3%	4,2%
Taux IS (%)	31,8%	29,3%	30,5%	20,6%	40,4%	25,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	24,5%	24,1%	24,4%	35,5%	26,7%	26,6%	25,3%	23,9%
CA/effectif (K€)	222	231	215	105	157	-	-	-
var. n/n-1	-8,4%	4,1%	-6,7%	-51,4%	50,3%	-	-	-
Effectif moyen	4 298	4 506	5 446	4 580	4 710	-	-	-
var. n/n-1	9,3%	4,8%	20,9%	-15,9%	2,8%	-	-	-

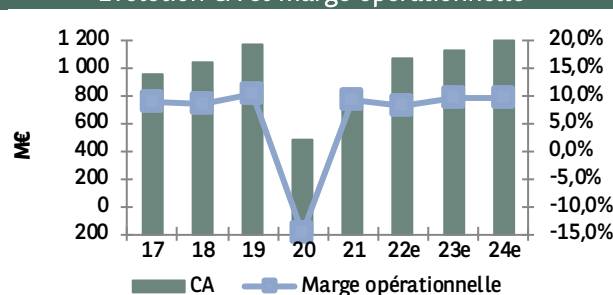
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	376,7	481,9	490,1	323,4	382,5	416,1	453,4	486,6
Dettes financières nettes	444,8	369,2	479,8	680,8	566,3	503,1	443,0	384,2
Autres	-58,6	-57,7	-64,8	-81,5	-62,4	-72,4	-82,4	-92,4
Capitaux investis	816,1	853,5	984,3	993,3	965,9	948,3	939,7	930,8
Immobilisations nettes	1 054,1	1 096,0	1 342,9	1 297,8	1 215,6	1 226,3	1 239,3	1 254,9
dont écarts d'acquisition	484,9	519,6	723,3	770,2	770,2	770,2	770,2	770,2
dont financières	88,3	88,5	97,2	118,7	36,8	46,8	56,8	66,8
BFR	-149,7	-154,0	-261,4	-185,8	-212,9	-231,2	-242,7	-257,3
Actif économique	816,1	853,5	984,3	993,3	965,9	948,3	939,7	930,8
Gearing (%)	103,4%	68,1%	84,3%	172,8%	122,6%	97,2%	76,5%	60,1%
BFR/CA (%)	-15,7%	-14,8%	-22,3%	-38,8%	-28,7%	-21,4%	-21,4%	-21,4%
Dettes financières nettes/EBE (x)	3,3	2,5	2,6	24,6	3,3	2,8	2,2	1,8
ROE (%)	9,3%	8,8%	11,2%	ns	4,0%	8,1%	10,9%	10,4%
ROACE (%) après IS normé	7,3%	7,5%	9,1%	ns	4,1%	6,9%	8,8%	9,2%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	98,1	126,1	145,2	-42,6	121,6	108,8	127,0	131,7
Variation BFR	-13,7	-25,9	18,7	-62,4	13,6	18,3	11,6	14,6
Investissements industriels	-75,2	-76,8	-57,3	-42,8	-58,3	-53,9	-56,6	-60,0
% du CA	7,9%	7,4%	4,9%	8,9%	7,9%	5,0%	5,0%	5,0%
Cash Flow Libre	9,1	23,4	106,6	-147,8	76,9	73,2	82,0	86,3
Cessions d'actifs	7,5	2,5	2,9	5,7	1,4	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-30,5	-31,9	-182,0	-23,6	81,9	-10,0	-10,0	-10,0
Dividendes	-20,4	-19,7	-23,7	-1,8	-0,8	0,0	-11,9	-17,5
Augmentation de capital	0,0	118,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-18,7	-17,5	-14,5	-33,5	-44,8	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	53,0	-75,6	110,7	201,0	-114,5	-63,2	-60,1	-58,8
Dettes financières nettes	444,8	369,2	479,8	680,8	566,3	503,1	443,0	384,2

Répartition du CA par division



Evolution CA et marge opérationnelle



GL EVENTS

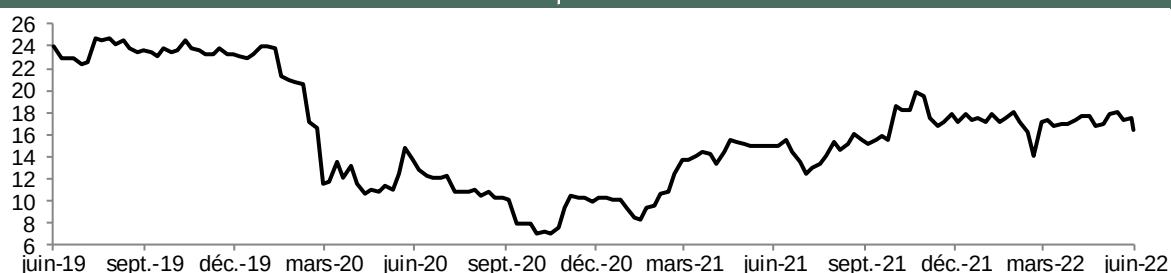
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1,52	1,42	1,85	-2,60	0,51	1,13	1,65	1,71
var. n/n-1	6,6%	6,7%	20,4%	+/-	-/+	88,3%	46,6%	3,1%
CFPA	4,2	4,2	4,9	-1,4	4,1	3,7	4,3	4,4
ANPA	16,3	16,2	16,5	10,9	12,9	14,0	15,2	16,4
Dividende net (versé en n+1)	0,65	0,65	0,00	0,00	0,00	0,40	0,59	0,61
Payout (%)	42,3%	39,7%	0,0%	0,0%	0,0%	35,5%	35,5%	35,5%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	-4,3%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	-3,3%							

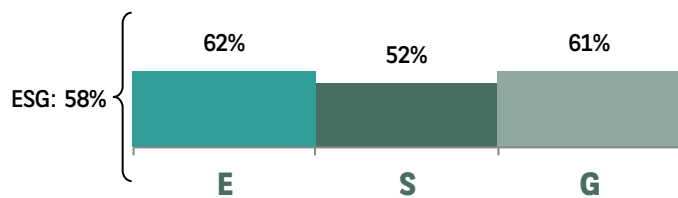
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	14,7	13,7	11,1	ns	24,2	14,5	9,9	9,6
PCF (x)	5,3	5,3	4,5	ns	3,5	4,5	3,8	3,7
PAN (x)	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1	1,2	1,1	1,0
VE/CA (x)	1,1	1,1	1,0	2,4	1,5	1,0	0,9	0,9
VE/EBE (x)	7,6	7,3	6,6	ns	6,3	6,0	5,2	4,9
VE/ROP (x)	12,1	12,5	10,1	ns	15,9	12,4	9,6	9,0
Free Cash Flow Yield (%)	1,7%	3,5%	16,4%	-39,0%	17,8%	15,0%	16,8%	17,7%
Rendement (%)	2,9%	2,9%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,4%	3,6%
Capitalisation (M€)	527,8	670,7	655,7	382,1	434,3	491,1	491,1	491,1
Valeur d'Entreprise (VE)	1 025,9	1 100,0	1 214,8	1 133,6	1 080,1	1 095,7	1 059,9	1 027,7
Cours de référence (€)	22,6	22,4	21,9	12,7	14,5	16,4	16,4	16,4
Nb de titres (Mio)	23,403	29,983	29,983	29,983	29,983	29,983	29,983	29,983
Nb de titres corrigé (Mio)	23,121	29,759	29,759	29,759	29,759	29,759	29,759	29,759
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	25/11/1998							
Cours d'introduction ajusté	5,0 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	283,1	286,0	340,2	213,3	96,3	220,3
CA T2	213,0	259,0	255,7	53,6	113,6	
CA S1	496,1	545,0	595,9	266,9	209,9	
ROP S1	50,5	44,2	67,6	-42,3	-27,1	
RN pdg corrigé S1	20,8	28,8	31,9	-31,8	-28,9	
Marge opérationnelle S1	10,2%	8,1%	11,3%	-15,9%	-12,9%	
Marge nette S1	4,2%	5,3%	5,3%	-11,9%	-13,7%	
CA T3	193,0	224,7	253,7	100,4	228,0	
CA T4	264,7	270,8	323,3	112,1	303,3	
CA S2	457,7	495,5	577,0	212,5	531,3	
ROP S2	34,5	44,0	53,2	20,1	116,8	
RN pdg corrigé S2	14,3	19,9	26,8	0,0	64,0	
Marge opérationnelle S2	7,5%	8,9%	9,2%	9,5%	22,0%	
Marge nette S2	3,1%	4,0%	4,7%	0,0%	12,0%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	19,9%	1,0%	19,0%	-37,3%	-54,9%	+ / ++
CA T2	-16,0%	21,6%	-1,3%	-79,0%	+ / ++	
CA T3	-7,0%	16,4%	12,9%	-60,4%	+ / ++	
CA T4	3,6%	2,3%	19,4%	-65,3%	+ / ++	
CA S1	1,3%	9,9%	9,3%	-55,2%	-21,4%	
CA S2	-1,2%	8,2%	16,4%	-63,2%	+ / ++	
ROP S1	24,0%	-12,5%	52,9%	+ / -	- - / -	
ROP S2	-10,6%	27,5%	21,0%	-62,2%	+ / ++	

Historique de cours





GL EVENTS

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	23,1	14,6	23,3	
Politique de compensation des émissions CO2	non	non	non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	non	non	non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	oui	oui	oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	non	non	non	
Certification 14001	oui	oui	oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	41%	41%	42%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	non	non	non	
Part des personnes en situation de handicap	3,7%	3,8%	ND	Périmètre France
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	68%	42%	62%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	17%	19%	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	non	non	non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	oui	oui	oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	oui	oui	oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	144 740	ND	ND	
Taux d'absentéisme	3,5%	6,4%	7,8%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	19,2	19,7	18,2	Périmètre France (55% des effectifs)
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	oui	oui	oui	Middledenext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	non	non	non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	15	15	14	
<i>dont indépendants</i>	7	8	7	
<i>dont femmes</i>	6	6	6	
Administrateur représentant les salariés au CA	non	non	non	
Assiduité des membres du CA	85%	93%	92%	
Comité d'audit	oui	oui	oui	
Comité des risques	non	non	non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	non	non	non	
Comité RSE	oui	oui	oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	oui	oui	oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	55%	55%	56%	Management
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	oui	oui	oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	oui	oui	oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	non	non	non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	oui	oui	oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	oui	oui	oui	Certaines entités certifiées ISO 9001 et évaluation de la satisfaction de nos clients exposants sur les salons organisés
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	97%	96%	96%	Mazars, et Fifty-Bees/Maza-Simoëns



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

GROUPE GORGE SA

Industrie



Cours : 17,68€ 14 Jun 2022

Objectif : 26,60€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000062671 / GOE
Reuters / Bloomberg	GOE PA / GOE.FP
Indice	CAC Small
Eligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	308,1
Flottant (%)	54,4%
Nbre de Titres (Mio)	17,425
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Famille Gorgé	43,8%

Sur le point de changer de dimension

Activité

Fondé en 1990 par Jean-Pierre Gorgé, le groupe éponyme reste encore largement détenu par la holding familiale, à hauteur de 44%. Historiquement présent dans la robotique mais exposé au secteur automobile, le groupe entame sous l'impulsion de Raphaël Gorgé sa diversification dans le nucléaire et la protection incendie en 2009, puis dans l'impression 3D en 2013 (IPO de Prodways en 2017). Une démarche de simplification du périmètre est engagée à partir de 2019, menant entre autres à la fusion/absorption d'ECA et à la cession des titres de Prodways. À l'aube d'une nouvelle ère avec le rachat imminent d'iXblue, le groupe est désormais focalisé sur la robotique autonome.

Marché / Concurrence

Le pôle Drones & Systèmes possède une solution extrêmement solide pour adresser la guerre des mines, le groupe ayant été retenu pour un contrat de 450M€ sur dix ans par la marine belge, véritable référence de l'OTAN en matière de lutte contre les mines marines. iXblue est le leader mondial des centrales inertielle basées sur une technologie brevetée de gyroscope à fibre optique (FOG). Ces systèmes de navigation sont utilisés pour le positionnement naval et terrestre dans le secteur de la défense (iXblue compte parmi ses clients plus de 60 marines et armées dans le monde), mais également dans l'industrie (génie civil, extraction, transport ferroviaire). Le groupe développe aussi une gamme de produits photoniques avec une large variété d'applications (communications, spatial, médical, sciences), ainsi que des systèmes de navigation et d'imagerie maritime.

Stratégie / Perspectives

Le rapprochement des deux groupes permet notamment : 1/ de renforcer le leadership d'ECA dans le déminage sous-marin (iXblue fournit à ECA des centrales inertielle et des sonars pour le contrat belgo-néerlandais), et 2/ de consolider la forte présence d'iXblue dans l'océanographie et la surveillance des fonds marins (enrichissement de l'offre produits d'iXblue avec les drones marins et sous-marins d'ECA). Les deux périmètres sont fortement complémentaires : iXblue en tant qu'équipementier de pointe (photonique, navigation inertielle) et ECA en tant que systémier en robotique. Les gammes de drones de surface et de profondeur des deux groupes sont également complémentaires. Enfin, les robots terrestres et les équipements embarqués dans l'aéronautique (périmètre ECA), et les activités quantiques (périmètre iXblue) restent stratégiques pour le nouveau périmètre.

Valorisation

Le deal, dont le closing est attendu entre juillet et septembre 2022, doit permettre de générer c.30M€ de synergies de revenus et c.15M€ de synergies de coûts d'ici 2025. Le management vise ainsi un chiffre d'affaires supérieur à 500M€ en 2025-2026, pour une marge d'EBITDA de c.25%. Cet objectif induit une croissance comprise entre 15 et 20% par an sur la période. Nous ne voyons pas à ce stade de risques pouvant compromettre l'opération, vue d'un très bon œil par la DGA et le Ministère des Armées. La proximité de culture entre les deux entités devrait grandement faciliter l'intégration.

	21	22e	23e
PER	4,3	17,7	12,9
PCF	8,3	8,8	4,5
VE/CA	1,5	2,4	1,5
VE/ROP	19,4	ns	15,6
PAN	3,4	2,2	2,0
Rendement	2,7%	0,0%	2,0%
Free Cash Flow Yield	-19,5%	3,4%	-1,8%
ROACE	5,9%	6,5%	8,6%
CA	178,3	230,6	382,6
CA précédent	178,3	230,6	382,6
var. n/n-1	-22,9%	29,4%	65,9%
EBE	30,2	37,7	73,5
ROC	15,4	21,7	42,9
% CA	8,6%	9,4%	11,2%
ROP	14,2	18,3	37,2
% CA	8,0%	7,9%	9,7%
RN Pdg publié	46,2	13,9	18,2
% CA	25,9%	6,0%	4,8%
BNPA	2,65	0,80	1,05
BNPA précédent	2,65	0,80	1,04
var. n/n-1	ns	-69,9%	30,8%
BNPA Cor	2,72	1,00	1,37
ANPA	3,5	8,0	8,7
Dividende net	0,00	0,35	0,35
DFN	84,7	261,7	277,2

Augustin Socié, Analyste Financier
Maxence Dhoury
+33 (0)2 40 44 94 38
augustin.socie@bnpparibas.com

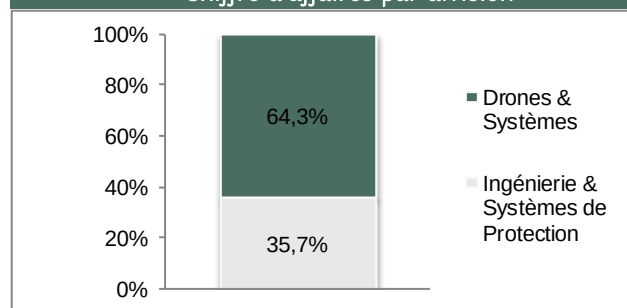
GROUPE GORGE SA

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	276,7	296,0	274,6	231,1	178,3	230,6	382,6	427,0
var. n/n-1	-1,6%	7,0%	-7,2%	-15,8%	-22,9%	29,4%	65,9%	11,6%
var. organique	-	-	-	-	-	-	-	-
EBE	9,1	19,1	31,7	24,1	30,2	37,7	73,5	89,0
ROC	-5,8	4,3	9,5	2,5	15,4	21,7	42,9	54,9
var. n/n-1	+/-	-/+	+/-	-73,2%	+/-	41,3%	97,4%	27,8%
ROP	-13,8	1,7	4,9	-9,1	14,2	18,3	37,2	48,5
RCAI	-15,9	0,6	3,8	-10,7	11,8	15,4	33,2	44,4
IS	-4,8	-2,5	-2,2	0,2	-3,2	-1,4	-3,3	-4,6
RN Pdg publié	-16,1	-1,9	20,9	-5,8	46,2	13,9	18,2	24,3
RN Pdg corrigé	-8,1	0,7	25,4	5,8	47,4	17,4	23,9	30,7
var. n/n-1	+/-	-/+	+/-	-77,3%	+/-	-63,3%	37,8%	28,1%
Tmva CA 2019 / 2023e	8,6%							
Marge brute (%)	46,7%	49,1%	50,5%	55,2%	62,9%	59,5%	56,5%	57,0%
Marge opérationnelle (%)	-5,0%	0,6%	1,8%	-3,9%	8,0%	7,9%	9,7%	11,3%
Marge nette (%)	-2,9%	0,2%	9,3%	2,5%	26,6%	7,5%	6,3%	7,2%
Taux IS (%)	-30,3%	432,5%	59,0%	1,9%	27,0%	9,4%	10,0%	10,4%
Frais de personnel / CA (%)	-42,4%	-41,3%	-38,9%	-44,9%	-46,2%	-	-	-
CA/effectif (K€)	144	162	159	130	120	-	-	-
var. n/n-1	-14,9%	12,4%	-2,0%	-17,8%	-7,7%	-	-	-
Effectif moyen	1 921	1 829	1 732	1 773	1 482	-	-	-
var. n/n-1	15,7%	-4,8%	-5,3%	2,4%	-16,4%	-	-	-

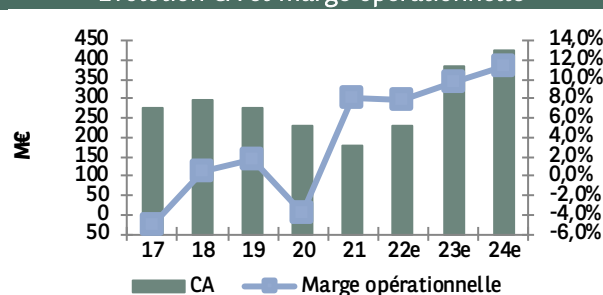
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	101,7	96,0	108,6	94,9	59,3	137,2	148,4	165,7
Dettes financières nettes	-2,2	28,8	10,8	32,0	84,7	261,7	277,2	262,8
Autres	25,4	19,5	43,6	43,8	28,3	28,3	28,3	28,3
Capitaux investis	190,3	209,9	231,1	202,1	177,3	432,2	470,6	489,0
Immobilisations nettes	131,9	143,2	168,0	169,7	116,2	377,8	385,2	393,6
dont écarts d'acquisition	61,3	64,6	64,1	63,2	23,8	23,8	23,8	23,8
dont financières	8,6	9,3	9,0	18,0	19,9	19,9	19,9	19,9
BFR	58,5	66,7	63,1	32,4	61,1	54,5	85,4	95,5
Actif économique	190,3	209,9	231,1	202,1	177,3	432,2	470,6	489,0
Gearing (%)	-1,3%	17,8%	6,1%	25,3%	131,7%	184,0%	167,9%	132,8%
BFR/CA (%)	21,1%	22,5%	23,0%	14,0%	34,3%	23,6%	22,3%	22,4%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	1,5	0,3	1,3	2,8	6,9	3,8	3,0
ROE (%)	ns	ns	19,2%	ns	77,9%	10,1%	12,3%	14,6%
ROACE (%) après IS normé	ns	ns	1,8%	1,2%	5,9%	6,5%	8,6%	10,2%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	7,0	12,3	28,1	13,8	24,4	34,2	67,8	82,6
Variation BFR	-7,0	-12,3	6,4	26,3	-34,8	3,7	-35,0	-14,1
Investissements industriels	-15,7	-14,2	-24,5	-25,1	-29,1	-27,7	-38,3	-42,7
% du CA	5,7%	4,8%	8,9%	10,9%	16,3%	12,0%	10,0%	10,0%
Cash Flow Libre	-15,7	-14,2	10,0	15,0	-39,5	10,3	-5,4	25,8
Cessions d'actifs	0,1	0,2	3,6	7,3	0,0	0,2	0,2	0,2
Investissements financiers	11,9	-8,0	16,4	-0,9	-0,1	-250,0	0,0	0,0
Dividendes	-1,1	-4,5	-5,9	-5,8	-5,9	-1,0	-7,0	-7,0
Augmentation de capital	62,6	0,0	1,1	-32,6	-3,2	65,0	0,0	0,0
Autres	-4,2	-4,5	-7,2	-4,1	-4,1	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-53,6	31,0	-18,0	21,1	52,7	177,0	15,5	-14,4
Dettes financières nettes	-2,2	28,8	10,8	32,0	84,7	261,7	277,2	262,8

Chiffre d'affaires par division



Evolution CA et marge opérationnelle



GRUPE GORGE SA

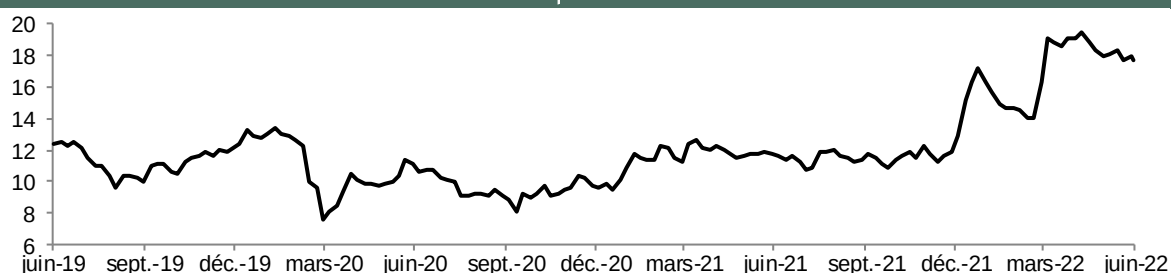
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-1,19	-0,14	1,55	-0,33	2,65	0,80	1,05	1,39
var. n/n-1	+ / ++	- / +	+ / ++	-82,4%	+ / ++	-63,3%	37,8%	28,1%
CFPA	0,5	0,9	2,1	0,8	1,4	2,0	4,0	4,8
ANPA	7,5	7,1	8,0	5,5	3,5	8,0	8,7	9,7
Dividende net (versé en n+1)	0,32	0,32	0,32	0,32	0,00	0,35	0,35	0,35
Payout (%)	-53,4%	587,9%	17,0%	96,5%	0,0%	35,1%	25,5%	19,9%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	-7,6%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	17,4%							

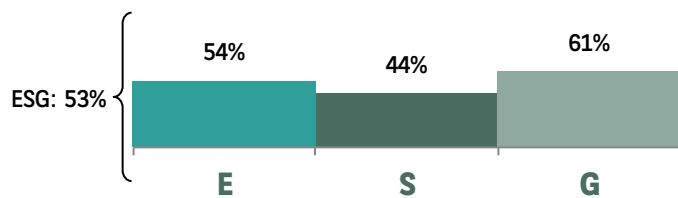
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	5,6	30,7	4,3	17,7	12,9	10,0
PCF (x)	ns	11,6	5,0	12,8	8,3	8,8	4,5	3,7
PAN (x)	2,1	1,5	1,3	1,9	3,4	2,2	2,0	1,8
VE/CA (x)	1,0	0,8	0,8	1,0	1,5	2,4	1,5	1,4
VE/EBE (x)	29,5	11,9	6,7	9,3	9,1	14,7	7,9	6,6
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	ns	19,4	ns	15,6	12,0
Free Cash Flow Yield (%)	-7,4%	-10,0%	7,1%	8,5%	-19,5%	3,4%	-1,8%	8,5%
Rendement (%)	0,0%	3,0%	3,1%	3,1%	2,7%	0,0%	2,0%	2,0%
Capitalisation (M€)	213,3	142,6	141,4	177,6	205,8	308,1	308,1	308,1
Valeur d'Entreprise (VE)	267,9	227,7	211,4	223,0	275,6	554,8	582,0	583,1
Cours de référence (€)	15,8	10,6	10,5	10,2	11,8	17,7	17,7	17,7
Nb de titres (Mio)	13,503	13,503	13,503	17,425	17,425	17,425	17,425	17,425
Nb de titres corrigé (Mio)	13,498	13,498	13,498	17,324	17,112	17,112	17,112	17,112
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	03/03/1998							
Cours d'introduction ajusté	9,3 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	66,2	68,0	71,0	58,5	63,6	46,0
CA T2	70,6	75,1	64,4	49,5	71,9	
CA S1	136,7	143,2	135,4	108,0	135,5	
ROP S1	-4,0	-3,8	0,0	-14,3	4,3	
RN pdg corrigé S1	-3,6	-1,1	0,6	-0,1	2,2	
Marge opérationnelle S1	-2,9%	-2,6%	0,0%	-13,2%	3,2%	
Marge nette S1	-2,6%	-0,8%	0,4%	-0,1%	1,6%	
CA T3	59,3	65,3	59,9	54,3	58,7	
CA T4	80,6	87,6	79,4	68,8	54,9	
CA S2	139,9	152,9	139,3	123,1	113,6	
ROP S2	-9,8	5,5	4,9	5,2	9,9	
RN pdg corrigé S2	-4,5	1,9	24,9	5,8	45,2	
Marge opérationnelle S2	-7,0%	3,6%	3,5%	4,2%	8,8%	
Marge nette S2	-3,2%	1,2%	17,9%	4,7%	39,8%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	9,8%	2,7%	4,4%	-17,6%	8,7%	-27,7%
CA T2	-13,2%	6,4%	-14,3%	-23,1%	45,3%	
CA T3	-2,3%	10,1%	-8,3%	-9,3%	8,1%	
CA T4	2,5%	8,7%	-9,4%	-13,4%	-20,2%	
CA S1	-3,7%	4,7%	-5,4%	-20,2%	25,5%	
CA S2	0,5%	9,3%	-8,9%	-11,6%	-7,7%	
ROP S1	+ / -	- / -	- / -	+ / ++	- / +	
ROP S2	+ / -	- / +	-9,9%	5,7%	91,0%	

Historique de cours





GROUPE GORGE SA

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	10,2	10,8	13,0	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	Démarche de certification en cours pour ECA et Baumert.
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	25%	25%	23%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	En fonction des filiales.
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	ND	Actions menées au niveau des filiales.
Part des personnes en situation de handicap	2,2%	1,5%	1,3%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	36%	31%	58%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	18%	16%	20%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	27	27	27	
Taux d'absentéisme	3,9%	5,2%	4,1%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	10,9	8,5	13,4	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	18/19	18/19	21/22	Code Middenext.
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	6	7	
<i>dont indépendants</i>	3	2	3	
<i>dont femmes</i>	4	4	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	92%	90%	98%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	Compte tenu de la taille du Conseil, il n'existe pas de comité des risques dédié, ce sujet est abordé par le Conseil en session plénière et la matrice de matérialité du groupe du Chapitre 2 est arrêtée par le Conseil d'administration.
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	Compte tenu de la taille du Conseil, il n'existe pas de comité RSE dédié, ce sujet est abordé par le Conseil en session plénière et la DPEF du Chapitre 6 est arrêté par le Conseil d'administration.
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	71%	60%	61%	Famille Gorgé.
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Non	La méthode de calcul de la rémunération variable n'est pas divulguée, jugée confidentielle.
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	4,31	4,32	5,87	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	En cours	En cours	En cours	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	98%	98%	97%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

GROUPE GUILLIN

Industrie



Cours : 20,55€ 14 Jun 2022

Objectif : 22,70€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Eligibilité PEA-PME

Euronext Growth
FR0012819381 / ALGIL
GULN.PA / GIL:FP
Euronext GROWTH

Capitalisation (M€) **380,8**
Flottant (%) 30,9%
Nbre de Titres (Mio) 18,529
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Concert famille Guillin 65,6%
Nova 2 3,2%
Public 30,9%
Auto contrôle 0,2%

	21	22e	23e
PER	8,2	8,7	6,8
PCF	5,1	4,4	3,9
VE/CA	0,7	0,5	0,4
VE/ROP	6,7	6,8	4,8
PAN	0,9	0,7	0,7
Rendement	3,6%	3,6%	2,9%
Free Cash Flow Yield	6,5%	20,0%	12,5%
ROACE	11,0%	7,6%	9,9%

	740,9	788,7	803,4
CA	740,9	788,7	803,4
CA précédent	740,9	788,7	803,4
var. n/n-1	19,7%	6,5%	1,9%
EBE	116,8	100,8	117,3
ROC	80,3	58,2	74,8
% CA	10,8%	7,4%	9,3%
ROP	80,3	58,2	74,8
% CA	10,8%	7,4%	9,3%
RN Pdg publié	58,1	43,7	56,1
% CA	7,8%	5,5%	7,0%

	3,14	2,36	3,03
BNPA	3,14	2,36	3,03
BNPA précédent	3,14	2,36	3,03
var. n/n-1	-6,4%	-24,8%	28,4%
BNPA Cor	3,05	2,36	3,03
ANPA	26,6	28,2	30,6
Dividende net	0,75	0,59	0,76

	66,1	3,9	-32,6
DFN	66,1	3,9	-32,6

Yann de Peyrelongue, Analyste Financier
Nicolas Royot
+33 (0)1 40 17 50 39
yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com

Du plastique bien valorisé

Activité

Créé en 1972, le groupe Guillin est une société familiale pure player de l'emballage alimentaire. Il offre une gamme complète d'emballages ainsi que des équipements destinés à la logistique de distribution, principalement en Europe. Avec 17 500 références, l'offre est parmi les plus complètes du marché et vise en priorité les grands comptes : les grandes et moyennes surfaces, la restauration commerciale, le commerce traditionnel, les fruits & légumes, l'industrie agro-alimentaire et la restauration collective.

Le groupe est principalement présent sur la matière plastique (c.90% du CA selon nous) et plus récemment sur le papier (c.10% du CA selon nous).

Marché / Concurrence

Groupe Guillin agit sur le marché Européen de l'emballage, et particulièrement sur les segments des industries agroalimentaires (IAA - 68% de la PAO), des fruits et légumes (24% de la PAO). Le marché global est difficile à estimer du fait des nombreuses niches adressées, mais nous estimons à 6% la part de marché en France (36% de la PAO). Les concurrents directs sont des groupes non cotés.

Le marché mondial de l'emballage alimentaire est estimé à c.280Md\$, en croissance de 3 à 5% par an. Il reste globalement très atomisé avec des leaders dans chaque niche (type d'emballage, matière...) et nous estimons la capacité de consolidation du marché comme très forte.

Stratégie / Perspectives

Stratégiquement, le groupe souhaite être un acteur incontournable sur le secteur de l'emballage en proposant une offre globale multi matériaux. Pour ce faire le groupe procède notamment via des acquisitions (Gault & Frémont en juin 2021, renforcement matière papier/carton).

Les perspectives du groupe sont difficiles à court terme, et particulièrement du fait 1/ d'une croissance des volumes mesurée (<5%), 2/ de difficultés à faire passer des hausses de prix pour couvrir 3/ la flambée des prix des matières plastiques et papier/carton, ce qui 4/ devrait peser sur les marges.

Valorisation

Nous ne voyons pas de couple rendement/risque intéressant à ce stade. Le groupe se traite globalement en ligne avec ses multiples historiques et le risque de revue en baisse du consensus 2022 nous semble élevé.

Nous valorisons Groupe Guillin via DCF (22,4€ - WACC 12%), comparables (27,5€) et multiple cible (7,5x EBIT / 4,7x EBITDA - 23,1€). La notation ESG (38%) nous amène à appliquer une décote de 5% sur notre objectif de cours.

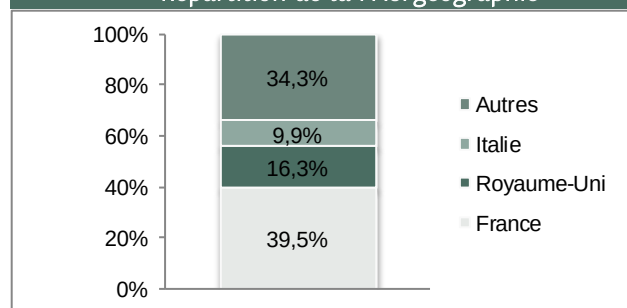
GROUPE GUILLIN

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	599,5	611,9	657,5	619,0	740,9	788,7	803,4	818,5
var. n/n-1	5,4%	2,1%	7,5%	-5,9%	19,7%	6,5%	1,9%	1,9%
var. organique	6,5%	2,3%	1,8%	-6,6%	5,9%	1,9%	1,9%	1,9%
EBE	95,4	80,3	100,1	119,8	116,8	100,8	117,3	133,5
ROC	68,9	52,3	67,3	85,4	80,3	58,2	74,8	90,9
var. n/n-1	-6,3%	-24,0%	28,5%	27,0%	-6,0%	-27,5%	28,4%	21,5%
ROP	69,9	52,6	67,6	85,4	80,3	58,2	74,8	90,9
RCAI	67,7	51,8	67,1	84,0	79,3	58,2	74,8	90,9
IS	-18,5	-15,9	-21,2	-21,6	-20,5	-14,6	-18,7	-22,7
RN Pdg publié	49,2	36,1	45,7	62,0	58,1	43,7	56,1	68,1
RN Pdg corrigé	44,6	34,5	44,5	60,1	56,4	43,7	56,1	68,1
var. n/n-1	-5,1%	-22,7%	29,1%	35,1%	-6,2%	-22,6%	28,4%	21,5%
Tmva CA 2019 / 2023e	5,1%							
Marge brute (%)	54,4%	51,8%	53,3%	59,1%	53,1%	49,5%	51,3%	53,0%
Marge opérationnelle (%)	11,7%	8,6%	10,3%	13,8%	10,8%	7,4%	9,3%	11,1%
Marge nette (%)	7,4%	5,6%	6,8%	9,7%	7,6%	5,5%	7,0%	8,3%
Taux IS (%)	27,3%	30,7%	31,6%	25,7%	25,9%	25,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	19,8%	20,0%	20,3%	21,8%	20,5%	20,0%	20,0%	20,0%
CA/effectif (K€)	212	204	224	219	223	-	-	-
var. n/n-1	-0,1%	-3,9%	10,0%	-2,3%	1,8%	-	-	-
Effectif moyen	2 826	3 002	2 933	2 825	3 321	-	-	-
var. n/n-1	5,5%	6,2%	-2,3%	-3,7%	17,6%	-	-	-

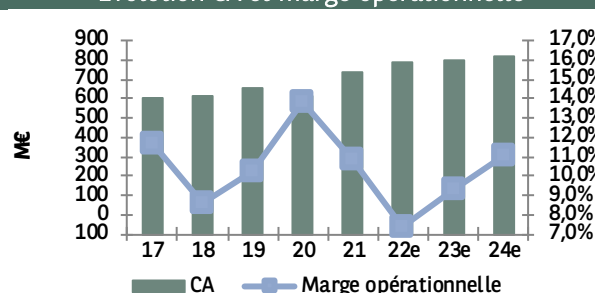
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	331,6	354,0	391,7	441,9	491,0	520,8	565,9	620,0
Dettes financières nettes	19,5	65,3	23,9	-13,7	66,1	3,9	-32,6	-80,7
Autres	21,6	23,5	24,9	26,6	35,5	35,5	35,5	35,5
Capitaux investis	372,8	442,8	440,6	455,2	593,3	560,9	569,5	575,6
Immobilisations nettes	283,2	337,3	344,6	352,5	447,3	443,7	441,2	440,3
dont écarts d'acquisition	60,2	90,4	91,0	100,0	159,5	159,5	159,5	159,5
dont financières	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
BFR	89,5	105,5	96,0	102,8	146,0	117,2	128,3	135,3
Actif économique	372,8	442,8	440,6	455,2	593,3	560,9	569,5	575,6
Gearing (%)	5,9%	18,4%	6,1%	-3,1%	13,4%	0,8%	-5,8%	-13,0%
BFR/CA (%)	14,9%	17,2%	14,6%	16,6%	19,7%	14,9%	16,0%	16,5%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,2	0,8	0,2	ns	0,6	0,0	ns	ns
ROE (%)	14,8%	10,2%	11,7%	14,0%	11,8%	8,4%	9,9%	11,0%
ROACE (%) après IS normé	13,0%	8,6%	10,3%	13,7%	11,0%	7,6%	9,9%	11,9%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	76,4	63,2	76,3	94,1	91,2	86,3	98,6	110,8
Variation BFR	-5,9	-6,8	3,6	-3,6	-27,4	28,8	-11,1	-7,0
Investissements industriels	-39,7	-41,7	-32,2	-23,1	-34,0	-39,0	-40,0	-41,7
% du CA	6,6%	6,8%	4,9%	3,7%	4,6%	4,9%	5,0%	5,1%
Cash Flow Libre	30,8	14,7	47,7	67,4	29,8	76,0	47,5	62,1
Cessions d'actifs	0,7	0,5	0,4	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,6	-45,8	-5,8	-13,8	-64,2	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-12,0	-13,0	-11,1	-5,6	-16,8	-13,9	-10,9	-14,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-6,0	-2,2	10,2	-11,0	-28,7	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-12,8	45,8	-41,4	-37,5	79,8	-62,2	-36,5	-48,1
Dettes financières nettes	19,5	65,3	23,9	-13,7	66,1	3,9	-32,6	-80,7

Répartition de la PAO/géographie



Evolution CA et marge opérationnelle



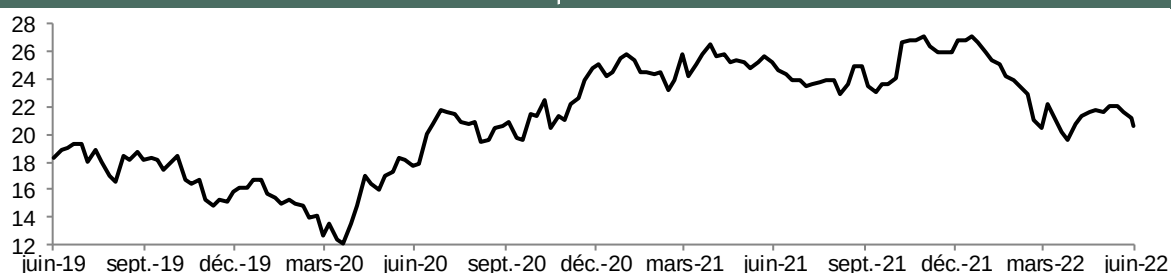
GRUPE GUILLIN

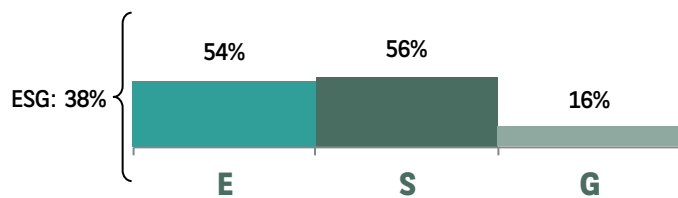
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	2,66	1,95	2,47	3,35	3,14	2,36	3,03	3,69
var. n/n-1	-4,9%	-22,7%	29,1%	35,1%	-6,2%	-22,6%	28,4%	21,5%
CFPA	4,1	3,4	4,1	5,1	4,9	4,7	5,3	6,0
ANPA	17,9	19,1	21,2	23,9	26,6	28,2	30,6	33,5
Dividende net (versé en n+1)	0,70	0,60	0,31	0,91	0,75	0,59	0,76	0,92
Payout (%)	29,1%	32,2%	12,7%	28,0%	24,6%	25,0%	25,0%	25,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	6,0%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	6,6%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	15,8	16,0	7,8	5,8	8,2	8,7	6,8	5,6
PCF (x)	9,2	8,7	4,6	3,7	5,1	4,4	3,9	3,4
PAN (x)	2,1	1,6	0,9	0,8	0,9	0,7	0,7	0,6
VE/CA (x)	1,2	1,0	0,6	0,6	0,7	0,5	0,4	0,4
VE/EBE (x)	7,7	7,8	3,8	2,9	4,6	3,9	3,1	2,3
VE/ROP (x)	10,5	11,9	5,7	4,0	6,7	6,8	4,8	3,4
Free Cash Flow Yield (%)	4,4%	2,7%	13,7%	19,5%	6,5%	20,0%	12,5%	16,3%
Rendement (%)	1,7%	2,4%	3,2%	1,6%	3,6%	3,6%	2,9%	3,7%
Capitalisation (M€)	704,5	551,2	349,3	346,9	463,6	380,8	380,8	380,8
Valeur d'Entreprise (VE)	734,7	628,4	384,8	344,0	540,6	396,0	359,4	311,3
Cours de référence (€)	38,0	29,7	18,9	18,7	25,0	20,6	20,6	20,6
Nb de titres (Mio)	18,530	18,529	18,529	18,529	18,530	18,530	18,530	18,530
Nb de titres corrigé (Mio)	18,487	18,486	18,486	18,486	18,486	18,486	18,486	18,486
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	10/03/1989							
Cours d'introduction ajusté	1,7 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA S1	306,6	304,8	329,3	303,8	344,2
ROP S1	34,8	29,4	29,6	36,9	41,8
RN pdg corrigé S1	22,3	19,5	19,4	25,3	29,8
Marge opérationnelle S1	11,3%	9,7%	9,0%	12,1%	12,1%
Marge nette S1	7,3%	6,4%	5,9%	8,3%	8,7%
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S2	292,9	307,1	328,2	315,2	396,7
ROP S2	35,1	23,2	38,0	48,6	38,5
RN pdg corrigé S2	22,3	15,0	25,1	34,9	26,6
Marge opérationnelle S2	12,0%	7,6%	11,6%	15,4%	9,7%
Marge nette S2	7,6%	4,9%	7,6%	11,1%	6,7%
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>					
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S1	6,0%	-0,6%	8,0%	-7,7%	13,3%
CA S2	4,8%	4,8%	6,9%	-4,0%	25,9%
ROP S1	-11,2%	-15,4%	0,6%	24,5%	13,3%
ROP S2	0,1%	-33,9%	63,8%	27,8%	-20,7%

Historique de cours





GROUPE GUILLIN

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	96,6	95,7	74,5	
Politique de compensation des émissions CO2	non	non	non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	non	non	non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	oui	oui	oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	non	non	non	
Certification 14001	non	non	non	Une filiale majeure française ainsi qu'une filiale anglaise sont ainsi certifiées selon la norme ISO 14001 et d'autres sociétés du Groupe sont en cours de certification.
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	36%	37%	37%	
Index égalité salariale femmes / hommes	84	90	79	Données Guillin Emballages
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	oui	oui	oui	
Part des personnes en situation de handicap	2,3%	1,8%	2,0%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	56%	63%	58%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	14%	16%	13%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	non	non	non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	oui	oui	oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	non	non	non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	0	0	0	
Taux d'absentéisme	4,6%	5,9%	5,5%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	19,3	21,1	22,4	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	non	non	non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	oui	oui	oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	5	5	5	
<i>dont indépendants</i>	0	0	0	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	non	non	non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	non	non	non	
Comité des risques	non	non	non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	non	non	non	
Comité RSE	non	non	non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	oui	oui	oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	78%	79%	79%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	non	non	non	
Déclaration de la rémunération du CEO	non	non	non	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	non	non	non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	non	non	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	oui	oui	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

GTT
Energie



Cours : 118,30€ 14 Jun 2022

Objectif : 123,00€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique FR0011726835 / GTT
Reuters / Bloomberg GTT.PA / GTT:FP
Indice CAC Mid 60
Eligibilité PEA-PME Non

Capitalisation (M€) **4 386,4**
Flottant (%) 69,4%
Nbre de Titres (Mio) 37,078
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Engie 30,4%
Employés & Management 0,2%
Flottant 69,4%

	21	22e	23e
PER	19,7	35,6	23,0
PCF	18,3	ns	21,8
VE/CA	7,7	13,8	9,9
VE/ROP	14,8	27,9	17,7
PAN	10,6	16,6	12,3
Rendement	6,0%	2,6%	2,6%
Free Cash Flow Yield	7,4%	2,9%	4,5%
ROACE	147,8%	ns	ns

CA	314,7	301,2	408,6
CA précédent	314,7	301,2	408,6
var. n/n-1	-20,6%	-4,3%	35,7%
EBE	172,2	158,4	239,9
ROC	164,6	148,9	229,8
% CA	52,3%	49,5%	56,2%
ROP	164,6	148,9	229,8
% CA	52,3%	49,5%	56,2%
RN Pdg publié	134,1	123,2	191,0
% CA	42,6%	40,9%	46,7%

BNPA	3,61	3,32	5,15
BNPA précédent	3,61	3,32	5,15
var. n/n-1	-32,2%	-8,1%	55,1%
BNPA Cor	3,61	3,32	5,15
ANPA	6,7	7,1	9,6
Dividende net	3,10	3,10	4,12
DFN	-203,8	-222,1	-319,6

Nicolas Royot, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
nicolas.royot@bnpparibas.com

Le GNL au centre des convoitises

Activité

GTT (Gaztransport & Technigaz) est le leader mondial de la conception des systèmes de confinement utilisés pour le transport et le stockage en terre et en mer du GNL (Gaz Naturel Liquéfié). Sa membrane cryogénique est à ce stade essentiellement utilisée pour le transport de GNL par méthaniers (≈85% du CA) mais est également adaptée aux réservoirs de stockage terrestre et aux unités flottantes de liquéfaction et de regazéification. Par ailleurs, GTT propose une gamme de services (≈5% du CA) à ses clients (ingénierie, formation, conseil...) et a acquis le fournisseur d'électrolyseurs Areba H2gen en 2020 (rebaptisé Elogen).

Marché / Concurrence

Le leadership mondial de GTT (>70% des parts de marchés) repose sur sa technologie unique de confinement par membrane cryogénique, qui présente des avantages de performance et de coûts sur la seule technologie concurrente à ce stade, les cuves proposées par Moss (Saipem). À noter que la compagnie gazière étatique sud-coréenne Kogas a développé une technologie à membrane, qui jusqu'à présent n'a reçu qu'une commande de deux navires (SHI, janvier 2015). Sur le segment des électrolyseurs, Elogen propose une technologie PEM. Parmi les concurrents citons Mcphy, ITM Power, NEL...

Stratégie / Perspectives

Le groupe ne construit pas directement mais accorde des licences à ses clients, principalement des chantiers navals, qui lui versent des royalties. Ce business model limite les risques et l'intensité capitalistique, et offre des marges élevées et une forte génération de cash, généreusement retournée à l'actionnaire à travers un pay-out cible >80%. Le scénario de commandes de méthaniers long terme (330 à 360 sur 10 ans) semble désormais très conservateur, au regard d'un contexte particulièrement porteur. GTT devrait profiter de la volonté accrue des pays de vouloir diversifier leurs sources d'approvisionnement en gaz grâce au GNL. Les besoins en méthaniers seront inhérents aux nouveaux projets de liquéfaction qui pourraient voir le jour ou accélérer suite à cette demande. En plus du potentiel de son activité historique, le groupe profitera de la montée en puissance de ses relais de croissance : 1/ le GNL carburant. GTT cible le segment des gros navires (≈260 constructions par an en moyenne 10 ans); 2/ les services (+20% en 2021 à 17,4M€), grâce au succès des solutions de Smart Shipping et des activités d'inspection, maintenance, réparation, ingénierie, hotline d'urgence; 3/ l'hydrogène : les électrolyseurs PEM d'Elogen devraient bénéficier du décollage du marché et de la hausse des capacités de production (160 MW par an dès 2022, projet de gigafactory). En 2021, Elogen a réalisé 5M€ de CA et enregistré 6,2M€ de prises de commandes. Pour 2022, GTT vise un CA entre 290 et 320M€, un EBITDA entre 140 et 170M€ et un dividende au moins stable. Au-delà, nous attendons un CA durablement >400M€ par an.

Valorisation

Notre objectif de cours provient d'un DCF (111,8€) auquel est rajouté une prime ESG de 10% (Score 79%).

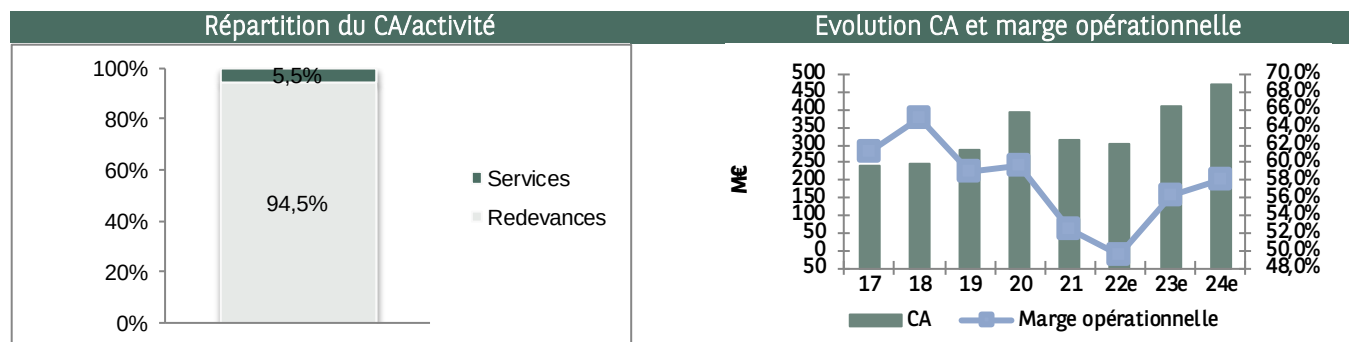
La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 07/06/2022 - 09:12 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

GTT

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	240,8	246,0	288,2	396,4	314,7	301,2	408,6	473,4
var. n/n-1	2,2%	2,2%	17,2%	37,5%	-20,6%	-4,3%	35,7%	15,9%
var. organique	2,2%	2,2%	17,2%	37,5%	-20,6%	-4,3%	35,7%	15,9%
EBE	151,3	168,7	174,3	242,7	172,2	158,4	239,9	284,7
ROC	147,5	144,7	170,0	236,3	164,6	148,9	229,8	274,8
var. n/n-1	4,7%	-1,9%	17,5%	39,0%	-30,3%	-9,5%	54,3%	19,6%
ROP	147,5	159,9	170,0	236,3	164,6	148,9	229,8	274,8
RCAI	147,9	160,0	170,2	236,1	164,8	149,5	230,3	275,6
IS	-23,9	-17,2	-26,8	-37,2	-30,7	-26,2	-39,2	-45,5
RN Pdg publié	124,0	142,8	143,4	198,9	134,1	123,2	191,0	229,9
RN Pdg corrigé	124,0	127,2	143,4	198,9	134,1	123,2	191,0	229,9
var. n/n-1	3,6%	2,6%	12,7%	38,7%	-32,6%	-8,1%	55,1%	20,4%
Tmva CA 2019 / 2023e	9,1%							
Marge brute (%)	99,2%	98,8%	97,5%	97,8%	96,3%	96,6%	96,5%	96,3%
Marge opérationnelle (%)	61,3%	65,0%	59,0%	59,6%	52,3%	49,5%	56,2%	58,0%
Marge nette (%)	51,5%	51,7%	49,7%	50,2%	42,6%	40,9%	46,7%	48,6%
Taux IS (%)	16,2%	10,7%	15,8%	15,8%	18,6%	17,5%	17,0%	16,5%
Frais de personnel / CA (%)	-17,1%	-18,6%	-17,9%	-16,4%	-21,2%	-	-	-
CA/effectif (K€)	723	717	712	774	569	-	-	-
var. n/n-1	15,4%	-0,8%	-0,8%	8,8%	-26,5%	-	-	-
Effectif moyen	333	343	405	512	553	-	-	-
var. n/n-1	-11,4%	3,0%	18,1%	26,4%	8,0%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	134,9	179,4	202,3	244,3	248,2	264,3	356,9	434,2
Dettes financières nettes	-99,9	-173,2	-169,0	-141,7	-203,8	-222,1	-319,6	-401,6
Autres	14,5	4,4	3,6	15,9	18,5	18,5	18,5	18,5
Capitaux investis	49,6	10,7	36,8	118,4	62,9	60,7	55,8	51,1
Immobilisations nettes	23,6	29,6	35,4	57,8	65,4	63,9	58,7	53,9
dont écarts d'acquisition	0,0	4,3	4,3	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
dont financières	5,0	3,0	3,0	3,5	3,8	3,8	3,8	3,8
BFR	31,0	-15,9	4,5	64,1	1,4	0,6	0,8	1,0
Actif économique	49,6	10,7	36,8	118,4	62,9	60,7	55,8	51,1
Gearing (%)	-74,0%	-96,5%	-83,6%	-58,0%	-82,1%	-84,0%	-89,6%	-92,5%
BFR/CA (%)	12,9%	-6,5%	1,6%	16,2%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	91,9%	79,6%	70,9%	81,4%	54,0%	46,6%	53,5%	52,9%
ROACE (%) après IS normé	ns	ns	ns	ns	147,8%	ns	ns	ns

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	147,4	124,0	138,7	215,7	144,4	132,8	201,3	240,1
Variation BFR	-30,9	60,3	-10,4	-62,0	68,1	0,7	-0,2	-0,1
Investissements industriels	-3,4	-2,9	-9,0	-13,7	-16,0	-8,0	-5,0	-5,2
% du CA	1,4%	1,2%	3,1%	3,5%	5,1%	2,7%	1,2%	1,1%
Cash Flow Libre	113,1	181,4	119,3	139,9	196,5	125,5	196,1	234,8
Cessions d'actifs	13,3	6,6	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-2,9	-15,6	-1,9	-8,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-98,6	-98,5	-122,0	-157,6	-115,7	-107,3	-98,5	-152,8
Augmentation de capital	-3,0	0,0	0,6	-1,6	-17,2	0,0	0,0	0,0
Autres	3,6	-0,6	173,0	168,9	140,3	203,8	222,1	319,6
Variation dettes financières nettes	-25,5	-73,3	-169,0	-141,7	-203,8	-222,1	-319,6	-401,6
Dettes financières nettes	-99,9	-173,2	-169,0	-141,7	-203,8	-222,1	-319,6	-401,6



GTT

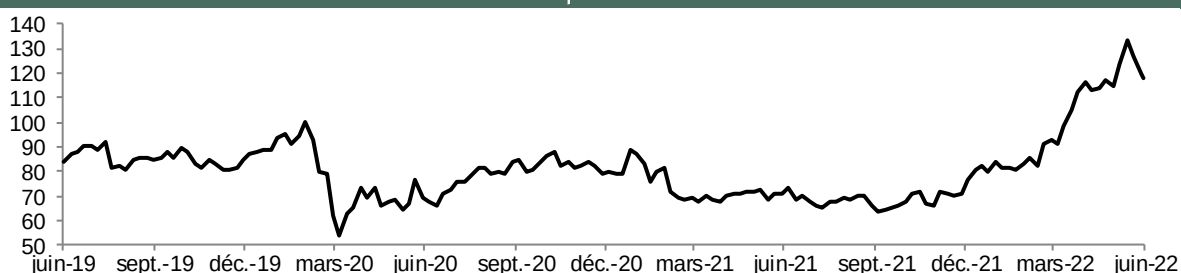
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	3,32	3,83	3,84	5,33	3,61	3,32	5,15	6,20
var. n/n-1	3,6%	2,6%	12,7%	38,7%	-32,2%	-8,1%	55,1%	20,4%
CFPA	4,0	3,3	3,7	5,8	3,9	3,6	5,4	6,5
ANPA	3,6	4,8	5,4	6,5	6,7	7,1	9,6	11,7
Dividende net (versé en n+1)	2,66	3,12	3,25	4,29	3,10	3,10	4,12	4,96
Payout (%)	80,0%	91,6%	84,6%	80,5%	85,8%	93,4%	80,0%	80,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	7,6%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	9,9%							

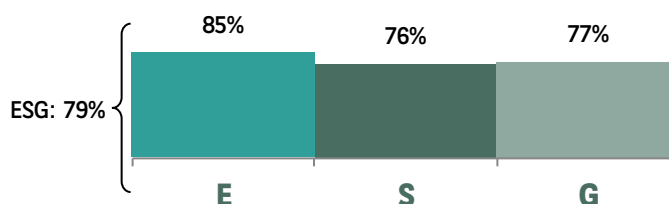
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	12,0	16,8	21,5	14,8	19,7	35,6	23,0	19,1
PCF (x)	10,1	17,2	22,2	13,6	18,3	ns	21,8	18,3
PAN (x)	11,0	11,9	15,2	12,0	10,6	16,6	12,3	10,1
VE/CA (x)	5,7	7,9	10,0	7,0	7,7	13,8	9,9	8,4
VE/EBE (x)	9,1	11,5	16,6	11,4	14,1	26,3	16,9	14,0
VE/ROP (x)	9,3	12,2	17,0	11,7	14,8	27,9	17,7	14,5
Free Cash Flow Yield (%)	7,6%	8,5%	3,9%	4,8%	7,4%	2,9%	4,5%	5,4%
Rendement (%)	6,7%	4,6%	3,8%	4,1%	6,0%	2,6%	2,6%	3,5%
Capitalisation (M€)	1 475,4	2 122,1	3 061,3	2 914,5	2 641,9	4 386,4	4 386,4	4 386,4
Valeur d'Entreprise (VE)	1 370,5	1 945,9	2 889,3	2 769,2	2 434,3	4 160,5	4 062,9	3 980,9
Cours de référence (€)	39,8	57,2	82,6	78,6	71,3	118,3	118,3	118,3
Nb de titres (Mio)	37,078	37,078	37,078	37,078	37,078	37,078	37,078	37,078
Nb de titres corrigé (Mio)	37,326	37,326	37,326	37,326	37,095	37,095	37,095	37,095
% de la dilution	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Date d'introduction	27/02/2014							
Cours d'introduction ajusté	46,0 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	57,9	64,2	58,9	102,5	87,6	68,2
CA T2	53,4	63,1	63,7	101,3	77,7	
CA S1	111,3	127,2	122,6	203,8	165,3	
ROP S1	73,0	82,4	68,9	133,9	92,9	
RN pdg corrigé S1	61,2	75,7	56,6	115,5	76,6	
Marge opérationnelle S1	65,6%	64,8%	56,2%	65,7%	56,2%	
Marge nette S1	55,0%	59,5%	46,2%	56,7%	46,3%	
CA T3	57,2	56,4	77,1	101,9	74,7	
CA T4	72,3	62,3	88,5	90,7	74,7	
CA S2	129,5	118,7	165,6	192,6	149,4	
ROP S2	74,5	77,5	101,1	102,4	71,8	
RN pdg corrigé S2	62,8	51,5	86,8	83,4	57,5	
Marge opérationnelle S2	57,5%	65,3%	61,1%	53,2%	48,0%	
Marge nette S2	48,5%	43,4%	52,4%	43,3%	38,5%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	-1,2%	10,8%	-8,2%	74,0%	-14,5%	-22,1%
CA T2	-8,3%	18,0%	1,0%	59,0%	-23,3%	
CA T3	-4,4%	-1,3%	36,7%	32,2%	-26,7%	
CA T4	22,9%	-13,8%	42,0%	2,4%	-17,6%	
CA S1	-4,8%	14,3%	-3,7%	66,2%	-18,9%	
CA S2	9,1%	-8,3%	39,5%	16,3%	-22,4%	
ROP S1	-1,6%	12,9%	-16,4%	94,3%	-30,6%	
ROP S2	11,7%	4,0%	30,5%	1,3%	-29,9%	

Historique de cours





Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	2,2	1,5	1,9	Chacun des scopes est en décroissance continue depuis 2016
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Modéré	Modéré	Modéré	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	21%	20%	21%	
Index égalité salariale femmes / hommes	73	64	94	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	0,3%	0,3%	0,2%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	71%	71%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	4,0%	4,0%	3,2%	Moyenne du secteur de l'ingénierie 15%
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	DRH membre du comité exécutif
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	192	204	233	Dirigeants et salariés
Taux d'absentéisme	3,3%	1,9%	3,3%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	1,5	2,5	2,4	
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	18/19	18/19	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	9	9	9	
<i>dont indépendants</i>	4	4	5	
<i>dont femmes</i>	4	4	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	85%	93%	88%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Oui	Oui	Oui	Partie intégrante des missions de vérification de l'efficacité des systèmes de contrôle interne
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	40%	40%	30%	ENGIE
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	En 2020, nature du critère : sécurité des salariés (objectif de taux de fréquence d'accidents du travail inférieur ou égal à 3)
Ratio d'équité (salaire médian)	24,47	28,74	26,8	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	Un service spécifique est en charge de la qualification des fournisseurs. L'homologation des fournisseurs fait l'objet d'audits.
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	97%	91%	98%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

GUERBET

Biotech _ Pharma



Cours : 22,35€ 14 Juin 2022

Objectif : 38,50€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique FR0000032526 / GBT
Reuters / Bloomberg GRBT.PA / GBT:FP
Indice CAC Small
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **282,5**
Flottant (%) 39,8%
Nbre de Titres (Mio) 12,641
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Pacte familial Guerbet 55,8%
Public 43,8%
Autres 0,5%

	21	22e	23e
PER	13,1	8,3	7,8
PCF	4,2	2,7	2,6
VE/CA	0,9	0,6	0,6
VE/ROP	16,6	11,9	9,6
PAN	1,1	0,6	0,6
Rendement	2,1%	3,8%	3,8%
Free Cash Flow Yield	15,7%	1,1%	14,5%
ROACE	6,7%	5,0%	5,1%

CA	732,1	765,0	807,1
CA précédent	732,1	765,0	807,1
var. n/n-1	2,8%	4,5%	5,5%
EBE	105,1	110,6	119,1
ROC	38,7	41,6	47,1
% CA	5,3%	5,4%	5,8%
ROP	38,7	41,6	47,1
% CA	5,3%	5,4%	5,8%
RN Pdg publié	32,6	33,7	36,1
% CA	4,5%	4,4%	4,5%

BNPA	2,59	2,68	2,87
BNPA précédent	2,59	2,68	2,97
var. n/n-1	84,9%	3,4%	7,1%
BNPA Cor	2,59	2,68	2,87
ANPA	32,2	34,9	37,7
Dividende net	0,85	0,85	0,85

DFN	215,4	212,9	172,7

Gaétan Calabro, Analyste Financier
+33 (0)2 40 44 94 68
gaetan.calabro@bnpparibas.com

Gadopicienol, soleil dans le brouillard

Activité

Guerbet est un leader mondial de l'imagerie médicale et propose une gamme complète de produits pharmaceutiques, de dispositifs médicaux et de services pour l'imagerie diagnostique et interventionnelle.

Marché / Concurrence

Au global, le marché des produits de contraste pour les IRM est estimé à 1Md€ (230M€ de CA). Guerbet est également présent sur le segment des produits de contraste pour les Rayons X, un marché estimé à 3Md€ de CA où le groupe y réalise un peu moins de 400M€ de CA. Le Dotarem, produit phare de Guerbet, est un agent de contraste de la division IRM (34% du CA). Avec l'arrivée de produits génériques tels que le Clariscan, commercialisé par General Electric, le marché est appelé à connaître un changement profond de configuration, dont l'issue reste incertaine à ce stade. Guerbet est également présent sur le segment naissant de la radiologie interventionnelle (RIT), qui affiche un niveau de croissance à deux chiffres, mais pour lequel il n'existe pas encore d'estimations de marché précises. La société y réalise un CA de près de 0.75M€, avec des taux de croissance jusqu'ici >20% d'une année à l'autre. Dans ces divisions, Guerbet propose également des solutions d'imagerie, de services, et commercialise des injecteurs et consommables pour l'imagerie. Ce marché représente un potentiel de 1Md€ selon la société qui y réalise autour de 80M€.

Stratégie / Perspectives

L'ambition du plan GEAR 2023 porte sur le développement des segments en imagerie interventionnelle et digital (entre autres : 1/ lancement T2 2022 nouvelle gamme fils-guides/microcathéters; 2/ Go-Direct Chine 2022 avec obj. doublement CA d'ici 2-3 ans; 3/ lancement commercial en 2023 de solutions d'I.A.). Surtout, Guerbet et Bracco Imaging ont annoncé mi-décembre 2021 un accord de collaboration stratégique mondial concernant la fabrication de Gadopicienol (produit de contraste nouvelle génération avec une dose de gadolinium réduite de moitié vs. produits de contraste actuellement sur le marché) avec un partage du risque et des coûts de développement qui crédibilise la technologie et son lancement commercial mi-2023 (USA et UE dans un premier temps). Les dossiers de demande d'AMM soumis à l'EMA et à la FDA ont été acceptés pour évaluation fin mars 2022 (dont examen prioritaire permettant à la FDA de statuer d'ici fin septembre). Pour 2022, le groupe vise un CA en croissance de +2/4% pcc avec une stabilité à minima de la marge d'EBITDA à 14,4%. Dans un contexte inflationniste où il dispose d'un pricing power limité (½ CA marchés réglementés), le groupe dispose encore de nombreuses marges de manœuvre au niveau de sa structure de coûts.

Valorisation

Si 2022 se présente comme un exercice de transition, la valorisation actuelle offre selon nous un bon point d'entrée à exploiter pour jouer, entre autres, le lancement de Gadopicienol 2023. Objectif de 35€/action par DCF auquel nous appliquons une prime ESG de +10% (correspondant à une notation PZP >70%).

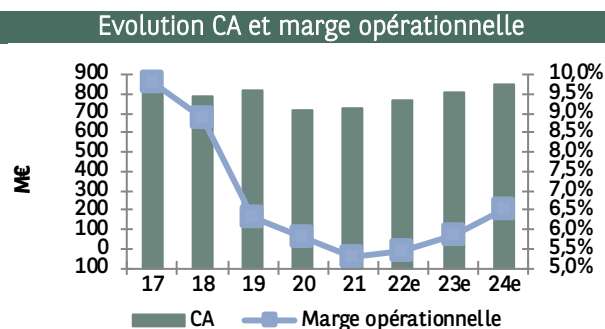
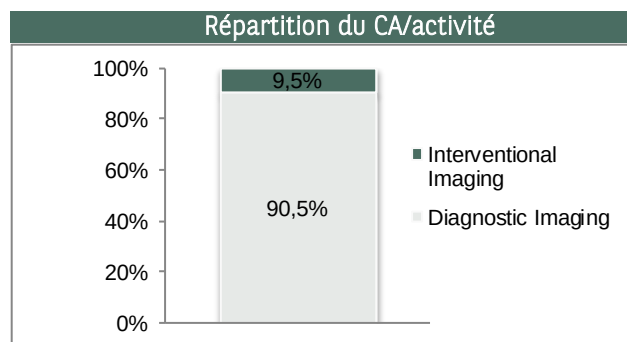
La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 14/06/2022 - 11:12 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

GUERBET

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	807,1	789,6	816,9	712,3	732,1	765,0	807,1	851,5
var. n/n-1	4,0%	-2,2%	3,5%	-12,8%	2,8%	4,5%	5,5%	5,5%
var. organique	4,7%	2,3%	2,3%	-10,0%	7,9%	4,0%	5,5%	0,0%
EBE	130,0	110,7	111,5	100,7	105,1	110,6	119,1	131,6
ROC	79,2	69,9	51,7	41,3	38,7	41,6	47,1	55,7
var. n/n-1	45,1%	-11,7%	-26,0%	-20,1%	-6,4%	7,4%	13,3%	18,2%
ROP	79,2	69,9	51,7	41,3	38,7	41,6	47,1	55,7
RCAI	66,8	66,4	51,2	21,6	28,9	42,1	48,1	58,3
IS	-20,6	-19,6	-13,9	-4,0	3,7	-8,4	-12,0	-14,6
RN Pdg publié	46,2	46,8	37,3	17,6	32,6	33,7	36,1	43,7
RN Pdg corrigé	46,2	46,8	37,3	17,6	32,6	33,7	36,1	43,7
var. n/n-1	59,8%	1,4%	-20,3%	-52,7%	84,9%	3,4%	7,1%	21,2%
Tmva CA 2019 / 2023e	-0,3%							
Marge brute (%)	77,1%	76,8%	75,8%	77,4%	74,6%	73,5%	73,3%	73,7%
Marge opérationnelle (%)	9,8%	8,9%	6,3%	5,8%	5,3%	5,4%	5,8%	6,5%
Marge nette (%)	5,7%	5,9%	4,6%	2,5%	4,5%	4,4%	4,5%	5,1%
Taux IS (%)	30,8%	29,5%	27,1%	18,5%	-12,7%	20,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	27,5%	29,8%	29,6%	33,2%	31,8%	31,7%	31,7%	31,4%
CA/effectif (K€)	317	279	288	258	268	-	-	-
var. n/n-1	5,4%	-12,1%	3,6%	-10,6%	3,9%	-	-	-
Effectif moyen	2 546	2 835	2 832	2 761	2 730	-	-	-
var. n/n-1	-1,3%	11,4%	-0,1%	-2,5%	-1,1%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	342,1	366,8	389,2	364,3	405,1	438,1	473,6	516,7
Dettes financières nettes	287,0	304,9	293,5	258,9	215,4	212,9	172,7	117,9
Autres	33,1	44,5	39,1	37,2	28,6	39,5	51,0	63,2
Capitaux investis	662,3	716,1	721,8	660,5	649,1	690,6	697,4	697,8
Immobilisations nettes	395,5	474,3	493,6	477,1	505,4	512,3	500,2	487,4
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	28,0	37,0	31,1	27,6	42,7	42,7	42,7	42,7
BFR	294,8	278,8	259,3	210,9	186,5	221,0	239,9	253,1
Actif économique	662,3	716,1	721,8	660,5	649,1	690,6	697,4	697,8
Gearing (%)	83,9%	83,1%	75,4%	71,1%	53,2%	48,6%	36,5%	22,8%
BFR/CA (%)	36,5%	35,3%	31,7%	29,6%	25,5%	28,9%	29,7%	29,7%
Dettes financières nettes/EBE (x)	2,2	2,8	2,6	2,6	2,0	1,9	1,4	0,9
ROE (%)	13,5%	12,8%	9,6%	4,8%	8,0%	7,7%	7,6%	8,5%
ROACE (%) après IS normé	8,4%	7,1%	5,2%	4,9%	6,7%	5,0%	5,1%	6,0%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	99,8	72,4	98,0	87,8	102,9	102,7	108,1	119,7
Variation BFR	-43,7	4,6	33,3	32,6	13,1	-34,5	-18,9	-13,2
Investissements industriels	-42,5	-44,0	-59,5	-59,7	-48,9	-65,0	-48,4	-51,1
% du CA	5,3%	5,6%	7,3%	8,4%	6,7%	8,5%	6,0%	6,0%
Cash Flow Libre	13,6	33,0	71,8	60,7	67,0	3,2	40,8	55,5
Cessions d'actifs	3,7	-23,6	-2,8	3,9	4,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-1,3	0,3	-2,8	-1,5	-7,4	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-10,7	-10,7	-10,7	-8,8	-8,8	-10,6	-10,6	-10,6
Augmentation de capital	1,0	0,3	0,2	0,1	0,6	0,0	0,0	0,0
Autres	8,5	-20,9	-40,6	-19,8	-12,0	10,0	10,0	10,0
Variation dettes financières nettes	-14,8	21,7	-15,2	-34,6	-43,5	-2,5	-40,2	-54,8
Dettes financières nettes	287,0	308,7	293,5	258,9	215,4	212,9	172,7	117,9



GUERBET

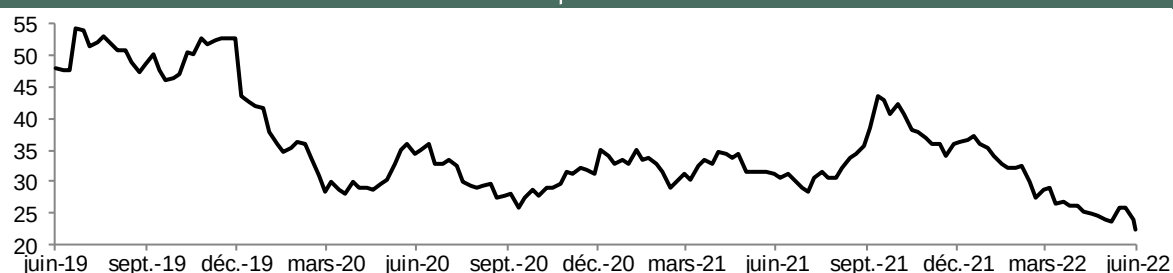
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	3,67	3,72	2,97	1,40	2,59	2,68	2,87	3,48
var. n/n-1	59,8%	1,4%	-20,3%	-52,7%	84,9%	3,4%	7,1%	21,2%
CFPA	7,9	5,8	7,8	7,0	8,2	8,2	8,6	9,5
ANPA	27,2	29,2	31,0	29,0	32,2	34,9	37,7	41,1
Dividende net (versé en n+1)	0,85	0,85	0,70	0,70	0,85	0,85	0,85	1,10
Payout (%)	23,1%	22,8%	23,6%	49,9%	32,8%	31,7%	29,6%	31,6%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	-0,8%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	2,5%							

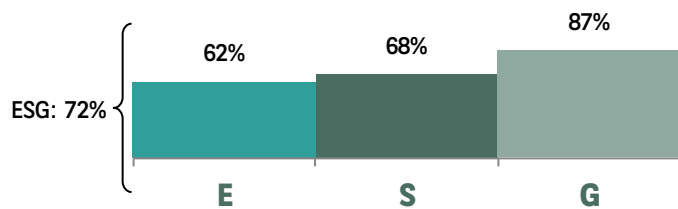
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	21,5	16,5	17,2	22,7	13,1	8,3	7,8	6,4
PCF (x)	9,9	10,7	6,5	4,6	4,2	2,7	2,6	2,3
PAN (x)	2,9	2,1	1,6	1,1	1,1	0,6	0,6	0,5
VE/CA (x)	1,6	1,4	1,1	0,9	0,9	0,6	0,6	0,5
VE/EBE (x)	9,8	9,7	8,4	6,6	6,1	4,5	3,8	3,0
VE/ROP (x)	16,2	15,4	18,1	16,0	16,6	11,9	9,6	7,2
Free Cash Flow Yield (%)	1,4%	4,3%	11,2%	15,2%	15,7%	1,1%	14,5%	19,7%
Rendement (%)	1,1%	1,4%	1,7%	2,2%	2,1%	3,8%	3,8%	3,8%
Capitalisation (M€)	993,7	772,4	640,6	400,8	427,9	281,3	281,3	281,3
Valeur d'Entreprise (VE)	1 280,6	1 077,2	934,2	659,8	643,3	494,2	454,1	399,2
Cours de référence (€)	78,9	61,4	50,9	31,8	34,0	22,4	22,4	22,4
Nb de titres (Mio)	12,588	12,588	12,588	12,588	12,588	12,588	12,588	12,588
Nb de titres corrigé (Mio)	12,567	12,567	12,567	12,567	12,567	12,567	12,567	12,567
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	31/07/1986							
Cours d'introduction ajusté	3,0 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22	24
CA T1	203,1	183,2	197,3	199,2	176,3	181,1	-
CA T2	204,0	206,4	203,3	164,5	186,8		-
CA S1	407,1	389,6	400,6	363,7	363,1		-
ROP S1	40,7	36,7	22,3	25,4	34,8		-
RN pdg corrigé S1	23,0	22,4	19,0	8,2	23,4		-
Marge opérationnelle S1	10,0%	9,4%	5,6%	7,0%	9,6%		-
Marge nette S1	5,7%	5,8%	4,7%	2,3%	6,4%		-
CA T3	194,3	191,8	202,9	172,4	177,9		-
CA T4	205,7	208,2	213,4	176,2	191,1		-
CA S2	400,0	400,0	416,3	348,6	369,0		-
ROP S2	38,5	33,3	29,5	15,9	3,9		-
RN pdg corrigé S2	23,1	24,4	18,3	9,4	9,2		-
Marge opérationnelle S2	9,6%	8,3%	7,1%	4,6%	1,1%		-
Marge nette S2	5,8%	6,1%	4,4%	2,7%	2,5%		-

Taux de croissance (n/n-1)							
CA T1	10,6%	-9,8%	7,7%	1,0%	-11,5%	2,7%	-
CA T2	5,7%	1,2%	-1,5%	-19,1%	13,6%		-
CA T3	1,4%	-1,3%	5,8%	-15,0%	3,2%		-
CA T4	-0,8%	1,2%	2,5%	-17,4%	8,5%		-
CA S1	8,1%	-4,3%	2,8%	-9,2%	-0,2%		-
CA S2	0,2%	0,0%	4,1%	-16,3%	5,8%		-
ROP S1	54,6%	-9,9%	-39,3%	14,3%	36,7%		-
ROP S2	36,3%	-13,7%	-11,4%	-46,1%	-75,4%		-

Historique de cours





GUERBET

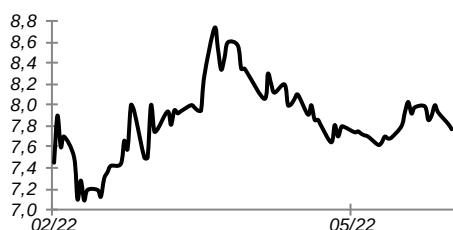
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	51,4	Scope 3 inclus avant 2021.
Politique de compensation des émissions CO2	Oui	Oui	Oui	Entrée de Guerbet en 2020 dans la liste B du CDP (Carbon Disclosure Project). Les sites industriels déploient des programmes de maîtrise des consommations d'énergie et d'optimisation des coûts (traitement des effluents et déchets)
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	Le site de production chimique de Dublin est certifié ISO 14001, il s'agit du plus gros contributeur en matière de consommation d'énergie et d'eau.
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	44%	43%	44%	
Index égalité salariale femmes / hommes	86	82	86	A titre indicatif, la filiale commerciale française a obtenu en 2019 l'indice de 93%.
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	1,8%	6,6%	5,4%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	2,1%	2,1%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	ND	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	352	365	392	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	4,8	3,0	3,4	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	Oui	Oui	Oui	Afep-Medef
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	10	10	10	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	5	5	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	Deux au total.
Assiduité des membres du CA	98%	99%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Oui	Oui	Oui	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	67%	67%	67%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	21,9	10,6	18,93	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	98%	89%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

HAFFNER ENERGY

Hydrogene



Cours : 7,77€

14 Juin 2022

Objectif : 9,20€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME

Euronext Growth
FR0014007ND6 / ALHAF
ALHAF.PA / ALHAF:FP
Euronext GROWTH
Oui

Capitalisation (M€)
Flottant (%)
Nbre de Titres (Mio)
Date de clôture

347,3
20,8%
44,693
31-Mar

Actionnariat

Haffner Participation
Eurefi
Concert actionnaires historiques
Kouros

39,9%
12,8%
52,7%
26,5%

	21	22e	23e
PER	-	ns	ns
PCF	-	ns	ns
VE/CA	-	9,8	4,6
VE/ROP	-	ns	ns
PAN	-	6,5	6,8
Rendement	-	-	-
Free Cash Flow Yield	-	-7,7%	-4,9%
ROACE	-	-	-

CA	1,2	33,4	77,6
CA précédent	1,2	33,4	77,6
var. n/n-1	-72,8%	2805,5%	132,1%
EBE	-2,8	-4,7	2,0
ROC	-3,3	-6,5	-2,1
% CA	ns	-19,6%	-2,8%
ROP	-3,3	-6,5	-2,1
% CA	ns	-19,6%	-2,8%
RN Pdg publié	-3,4	-6,6	-2,3
% CA	ns	-19,9%	-2,9%

BNPA	-	-0,15	-0,05
BNPA précédent	-	-0,15	-0,05
var. n/n-1	-	-	ns
BNPA Cor	-	-0,15	-0,05
ANPA	-	1,2	1,1
Dividende net	-	-	-

DFN	-57,5	-18,9	9,3

Augustin Socié, Analyste Financier
Nicolas Royot
+33 (0)2 40 44 94 38
augustin.socie@bnpparibas.com

Prêt à mettre les gaz

Activité

Haffner Energy vend des équipements modulaires permettant de produire du gaz de synthèse (syngas) ou de l'hydrogène 100% décarboné. Cette technologie, appelée Hynoca®, est basée sur la thermolyse et le vaporeformage de la biomasse, et fournit un coproduit valorisable, le biochar. L'utilisation de la biomasse, combustible abondant, bon marché et dont le prix est stable dans le temps, est un point fort de la technologie. Le producteur d'hydrogène est ainsi quasiment insensible au prix de l'électricité, qui représente la majorité des coûts de la production d'hydrogène par électrolyse de l'eau. La co-production du biochar, à fort pouvoir de captation du carbone, permet au processus d'afficher une empreinte carbone négative. Stocké dans le sol sur de longues périodes (>100 ans), le biochar améliore par ailleurs le rendement des cultures.

Marché / Concurrence

La Commission européenne a dévoilé en juillet 2020 son plan stratégique de déploiement de l'hydrogène. Celui-ci est prévu en trois temps, avec : 1/ un premier objectif de capacité de production de 6GW d'électrolyseurs ou de tout équipement capable de produire de l'hydrogène renouvelable pour un million de tonnes d'hydrogène « vert » d'ici 2024, 2/ 40GW d'électrolyseurs ou de tout équipement capable de produire de l'hydrogène renouvelable pour atteindre 10 millions de tonnes en 2030, et 3/ des investissements massifs pouvant atteindre entre 180 et 470 milliards d'euros cumulés devant permettre le développement à grande échelle de l'hydrogène vert d'ici 2050. Peu consommatrice en électricité et générant des revenus issus de la vente de biochar et de crédits carbone, la technologie Hynoca® peut produire de l'hydrogène 100% renouvelable à un coût compris entre 1,5 €/kg et 3 €/kg en fonction de la taille de l'installation. Ce niveau est donc équivalent à celui des SMR (Steam Methane Reforming, hydrogène gris) et inférieur à celui des électrolyseurs.

Stratégie / Perspectives

La situation géopolitique actuelle accélère la demande pour une énergie locale et compétitive. De plus en plus d'industriels souhaitent se libérer au plus vite du gaz naturel avec un triple enjeu : la disponibilité du gaz, le coût d'approvisionnement, et la décarbonation. Le module Synoca, destiné à produire du gaz à partir de biomasse, pourrait ainsi connaître une croissance rapide. Le groupe vise un CA >30M€ pour l'exercice 2022/2023 (clôture fin mars) puis une multiplication par >2,5x en 2023/2024 (soit >75M€), accompagné d'un EBITDA break-even. À plus long terme, Haffner Energy ambitionne d'atteindre un CA de 250M€ en 2025/2026 puis de générer à long terme une marge d'EBITDA d'au moins 25%. Nous attendons un CA de 33,4M€ en 2022/2023, de 77,6€ en 2023/2024 et de 254,2M€ en 2025/2026, conjugué à une marge d'EBITDA de 19,0%.

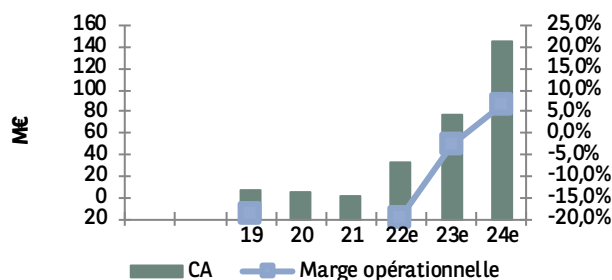
Valorisation

Nous valorisons Haffner Energy 9,2€/action (DCF 10,1€ ; Comparables boursiers 8,4€).

HAFFNER ENERGY

Exploitation	-	-	19	20	21	22e	23e	24e
CA	-	-	6,2	4,2	1,2	33,4	77,6	145,9
var. n/n-1	-	-	-/+	-31,6%	-72,8%	+ /++	+ /++	88,2%
var. organique	-	-	-	-31,6%	-72,8%	2805,5%	132,1%	88,2%
EBE	-	-	-1,0	-1,9	-2,8	-4,7	2,0	15,0
ROC	-	-	-1,3	-2,2	-3,3	-6,5	-2,1	9,3
var. n/n-1	-	-	- /-	- /-	- /-	- /-	- /-	- /+
ROP	-	-	-1,2	-3,0	-3,3	-6,5	-2,1	9,3
RCAI	-	-	-1,2	-3,0	-3,3	-6,5	-2,1	9,3
IS	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0
RN Pdg publié	-	-	-1,2	-3,0	-3,4	-6,6	-2,3	8,0
RN Pdg corrigé	-	-	-1,2	-3,0	-3,4	-6,6	-2,3	8,0
var. n/n-1	-	-	- /-	+ /++	- /-	- /-	- /-	- /+
Tmva CA 2019 / 2023e	88,2%							
Marge brute (%)	-	-	100,0%	100,0%	20,0%	23,1%	27,9%	32,3%
Marge opérationnelle (%)	-	-	-18,8%	ns	ns	-19,6%	-2,8%	6,4%
Marge nette (%)	-	-	-19,3%	ns	ns	-19,9%	-2,9%	5,5%
Taux IS (%)	-	-	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	10,8%
Frais de personnel / CA (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
CA/effectif (K€)	-	-	386	222	-	-	-	-
var. n/n-1	-	-	- /+	-42,4%	-	-	-	-
Effectif moyen	-	-	16	19	-	-	-	-
var. n/n-1	-	-	- /+	18,8%	-	-	-	-
Bilan	-	-	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	-	-	2,8	-0,2	59,8	53,2	50,9	58,9
Dettes financières nettes	-	-	0,8	2,4	-57,5	-18,9	9,3	15,5
Autres	-	-	0,5	1,5	-	-	-	-
Capitaux investis	-	-	4,1	3,7	3,9	35,9	61,8	76,0
Immobilisations nettes	-	-	2,5	3,1	3,6	23,7	38,6	42,2
dont écarts d'acquisition	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	-	-	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
BFR	-	-	1,8	0,9	0,5	12,4	23,4	34,0
Actif économique	-	-	4,1	3,7	3,9	35,9	61,8	76,0
Gearing (%)	-	-	29,1%	-1220,0%	-96,1%	-35,5%	18,3%	26,4%
BFR/CA (%)	-	-	29,6%	21,2%	41,1%	37,0%	30,1%	23,3%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	4,7	1,0
ROE (%)	-	-	ns	ns	ns	ns	ns	13,6%
ROACE (%) après IS normé	-	-	-	-	-	-	-	-
Financement	-	-	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-	-	-3,3	-1,0	-2,5	-16,7	-9,2	3,1
Variation BFR	-	-	2,2	-0,9	-0,4	11,9	11,0	10,6
Investissements industriels	-	-	-1,1	-0,5	-1,0	-22,0	-19,0	-9,3
% du CA	-	-	18,5%	11,6%	87,0%	65,8%	24,5%	6,4%
Cash Flow Libre	-	-	-2,2	-2,4	-3,9	-26,8	-17,2	4,4
Cessions d'actifs	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-	-	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	-	-	5,4	0,0	63,4	0,0	0,0	0,0
Autres	-	-	-3,1	0,9	0,4	-11,9	-11,0	-10,6
Variation dettes financières nettes	-	-	-	1,6	-59,9	38,7	28,2	6,2
Dettes financières nettes	-	-	0,8	2,4	-57,5	-18,9	9,3	15,5

Evolution CA et marge opérationnelle



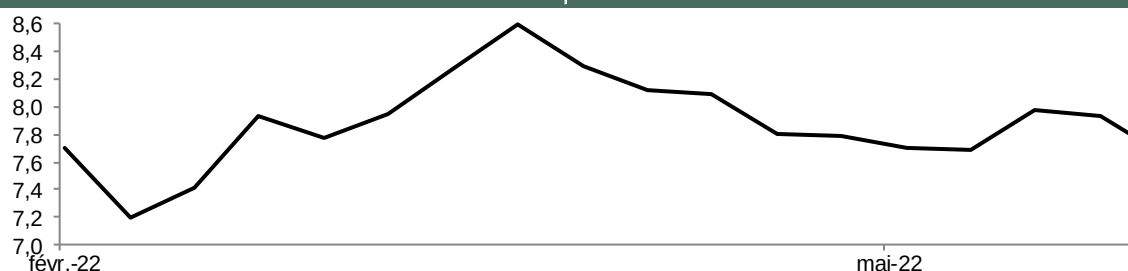
HAFFNER ENERGY

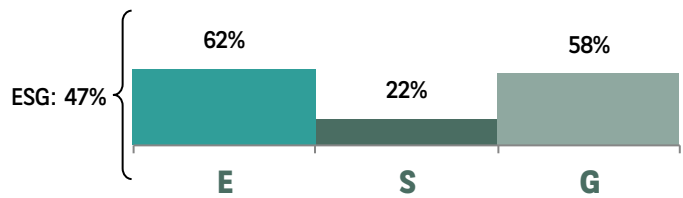
Données par action	-	-	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-	-	-	-	-	-0,15	-0,05	0,18
var. n/n-1	-	-	-	-	-	- -/-	- -/-	-/+
CFPA	-	-	-	-	-	-0,4	-0,2	0,1
ANPA	-	-	-	-	-	1,2	1,1	1,3
Dividende net (versé en n+1)	-	-	-	-	-	-	-	-
Payout (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Tmva BNPA 2019 / 2023e	-	-	-	-	-	-	-	-
Tmva CFPA 2019 / 2023e	-	-	-	-	-	-	-	-

Valorisation	-	-	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	-	-	-	-	-	ns	ns	43,2
PCF (x)	-	-	-	-	-	ns	ns	ns
PAN (x)	-	-	-	-	-	6,5	6,8	5,9
VE/CA (x)	-	-	-	-	-	9,8	4,6	2,5
VE/EBE (x)	-	-	-	-	-	ns	ns	24,2
VE/ROP (x)	-	-	-	-	-	ns	ns	ns
Free Cash Flow Yield (%)	-	-	-	-	-	-7,7%	-4,9%	1,3%
Rendement (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Capitalisation (M€)	-	-	-	-	-	347,3	347,3	347,3
Valeur d'Entreprise (VE)	-	-	-	-	-	328,2	356,4	362,6
Cours de référence (€)	-	-	-	-	7,6	7,8	7,8	7,8
Nb de titres (Mio)	-	-	-	-	-	44,693	44,693	44,693
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	44,693	44,693	44,693
% de la dilution	-	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	15/02/2022							
Cours d'introduction ajusté	8,0 €							

Données intermédiaires	-	-	19	20	21	22	23	24
CA T1	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S1	-	-	-	-	-	-	-	-
ROP S1	-	-	-	-	-	-	-	-
RN pdg corrigé S1	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle S1	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge nette S1	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S2	-	-	-	-	-	-	-	-
ROP S2	-	-	-	-	-	-	-	-
RN pdg corrigé S2	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle S2	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge nette S2	-	-	-	-	-	-	-	-
Taux de croissance (n/n-1)								
CA T1	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S1	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S2	-	-	-	-	-	-	-	-
ROP S1	-	-	-	-	-	-	-	-
ROP S2	-	-	-	-	-	-	-	-

Historique de cours





HAFFNER ENERGY

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2020	2021	2022	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	ND	Oui	Oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	ND	Non	ND	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	ND	Non	ND	
Certification 14001	ND	Non	ND	
SOCIAL	2020	2021	2022	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	33%	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	ND	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	9,5%	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	ND	Non	ND	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	ND	Non	ND	
Encouragement de l'actionnariat salarié	ND	Non	ND	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2020	2021	2022	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	ND	NA	17/22	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	ND	Non	ND	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	ND	5	8	
<i>dont indépendants</i>	ND	0	3	
<i>dont femmes</i>	ND	1	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	ND	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	100%	ND	
Comité d'audit	ND	Non	Oui	
Comité des risques	ND	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	ND	Non	Non	
Comité RSE	ND	Non	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	ND	Non	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	ND	49%	40%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	ND	Oui	ND	
Déclaration de la rémunération du CEO	ND	Oui	ND	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	Non	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2020	2021	2022	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	Oui	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	Oui	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	100%	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

HAULOTTE

Industrie



Cours : 3,93€

14 Juin 2022

Objectif : 5,90€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000066755 / PIG
Reuters / Bloomberg	PYHE.PA / PIG FP
Indice	CAC Small
Eligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	123,3
Flottant (%)	35,7%
Nbre de Titres (Mio)	31,371
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Solem	57,5%
Autres actionnaires nominatifs	0,9%
Auto-contrôle	5,9%
Public	35,7%

	21	22e	23e
PER	22,1	9,2	4,8
PCF	8,5	3,3	2,5
VE/CA	0,7	0,5	0,5
VE/ROP	29,5	14,8	8,2
PAN	0,8	0,5	0,5
Rendement	0,0%	5,6%	5,6%
Free Cash Flow Yield	-3,5%	-1,4%	11,4%
ROACE	2,4%	4,1%	6,9%

CA	497,3	590,0	615,4
CA précédent	497,3	590,0	615,4
var. n/n-1	13,4%	18,6%	4,3%
EBE	38,4	43,5	59,0
ROC	17,2	21,4	36,9
% CA	3,5%	3,6%	6,0%
ROP	12,0	20,2	35,7
% CA	2,4%	3,4%	5,8%
RN Pdg publié	7,9	12,6	24,2
% CA	1,6%	2,1%	3,9%

BNPA	0,27	0,43	0,82
BNPA précédent	0,27	0,43	0,82
var. n/n-1	ns	58,5%	92,3%
BNPA Cor	0,27	0,43	0,82
ANPA	7,6	7,8	8,4
Dividende net	0,22	0,22	0,22
DFN	167,6	176,2	169,8

Yann de Peyrelongue, Analyste Financier
Nicolas Royot
+33 (0)1 40 17 50 39
yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com

Incertitude sur la marge

Activité

Haulotte est leader européen et n°3 mondial de la fabrication de nacelles élévatrices de personnes. Le groupe propose une gamme de plus de 60 modèles : nacelles élévatrices, chariots télescopiques, engins de terrassement, échafaudages, équipements d'événementiels. Haulotte dispose de 20 filiales et bureaux couvrant les marchés stratégiques, appuyés par un réseau de distributeurs permettant de toucher au total une centaine de pays. En 2021, le groupe a réalisé 57% de son CA en Europe, 19% en Amérique du Nord, 7% en Amérique latine et 17% en Asie Pacifique.

Marché / Concurrence

Haulotte intervient sur un marché très cyclique d'environ 90 000 machines par an au niveau mondial, sur lequel les trois premiers acteurs représentent les 2/3 de l'offre. L'Amérique latine est toujours en proie aux incertitudes politiques (Brésil / Argentine). Les marchés nord-américain et asiatique restent bien orientés alors que l'Europe devrait se stabiliser. Haulotte affiche une part de marché de l'ordre de 20% avec une position de leader en Europe et de challenger aux États-Unis (part de marché c.5%), zones représentant respectivement près de 30% et 50% du marché. Selon Alexandre Saubot, Directeur Général, la stabilité du marché se situe vers une parité EUR/USD de 1,15. En dessous, la compétitivité du groupe se renforce aux dépens de ses concurrents US. L'Asie devrait devenir le premier marché mondial d'ici quelques années et se trouve actuellement dans une phase d'équipements (machines à faible valeur ajoutée) avec une concurrence locale féroce.

Stratégie / Perspectives

Après une année 2020 marquée par une forte contraction des ventes, les loueurs ont retrouvé une certaine visibilité depuis plusieurs mois. Cette dernière s'est traduite par une forte accélération des commandes. Les deux régions matures que sont l'Europe et l'Amérique du Nord verront un rebond des investissements tandis que l'Asie Pacifique sera tirée par le marché chinois. Dans une logique d'accompagnement de la croissance du marché et d'amélioration des marges locales, Haulotte a lancé la construction d'une usine qui triplera sa capacité de production et à terme aura un effet positif sur ses marges locales grâce à la baisse des coûts d'importation (douane, fret). Côté produits, le groupe continue l'électrification de sa gamme, avec une demande de plus en plus forte pour ce segment. L'atteinte d'une taille critique (700-800M€ de CA) permettrait une amélioration sensible de la marge. Pour 2022, le management table sur une croissance de >+20% mais ne donne plus d'indication de marge (MOC c.3,5% précédemment).

Valorisation

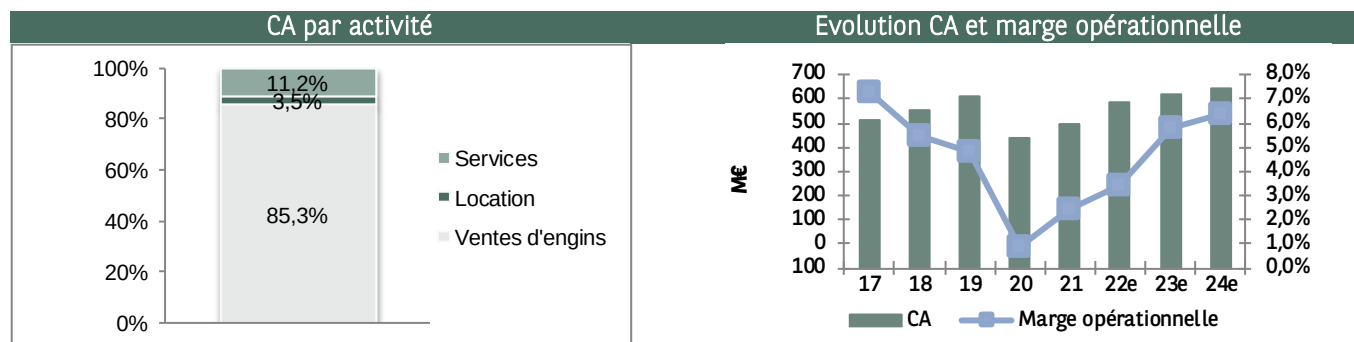
Malgré un nouveau cycle, Haulotte reste très endetté (levier 2022e de 4,0x) et subit comme tous les industriels les tensions sur les matériaux (disponibilité, prix).

HAULOTTE

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	510,0	555,9	610,0	438,5	497,3	590,0	615,4	641,9
var. n/n-1	11,4%	9,0%	9,7%	-28,1%	13,4%	18,6%	4,3%	4,3%
var. organique	11,4%	9,0%	8,0%	-28,1%	13,0%	18,6%	4,3%	4,3%
EBE	63,3	58,2	56,7	35,8	38,4	43,5	59,0	59,8
ROC	43,3	37,1	36,1	12,3	17,2	21,4	36,9	42,1
var. n/n-1	56,1%	-14,3%	-2,8%	-65,9%	39,8%	24,3%	72,7%	14,0%
ROP	37,1	30,5	29,4	3,8	12,0	20,2	35,7	40,8
RCAI	21,1	26,8	26,9	-15,7	16,1	16,8	32,2	37,9
IS	-3,4	-7,4	-7,3	-10,4	-8,0	-4,2	-8,1	-9,5
RN Pdg publié	17,8	19,5	19,7	-26,0	7,9	12,6	24,2	28,4
RN Pdg corrigé	17,8	19,5	19,7	-26,0	7,9	12,6	24,2	28,4
var. n/n-1	-23,5%	9,4%	0,9%	+/-	-/+	58,5%	92,3%	17,6%
Tmva CA 2019 / 2023e	0,2%							
Marge brute (%)	26,1%	23,7%	23,2%	22,9%	21,7%	21,2%	23,0%	23,0%
Marge opérationnelle (%)	7,3%	5,5%	4,8%	0,9%	2,4%	3,4%	5,8%	6,4%
Marge nette (%)	3,5%	3,5%	3,2%	-5,9%	1,6%	2,1%	3,9%	4,4%
Taux IS (%)	16,1%	27,5%	27,1%	-66,5%	49,4%	25,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	16,6%	16,4%	16,6%	23,1%	20,3%	-	-	-
CA/effectif (K€)	302	288	300	243	273	-	-	-
var. n/n-1	9,4%	-4,6%	4,1%	-19,0%	12,5%	-	-	-
Effectif moyen	1 687	1 927	2 032	1 804	1 819	-	-	-
var. n/n-1	1,8%	14,2%	5,4%	-11,2%	0,8%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	238,7	257,3	264,7	218,9	224,2	229,9	247,1	268,7
Dettes financières nettes	57,8	124,0	150,4	162,2	167,6	176,2	169,8	121,3
Autres	-12,6	-10,8	-12,2	-9,5	-8,8	-8,8	-8,8	-8,8
Capitaux investis	283,6	370,2	402,6	371,2	382,9	397,1	408,0	381,0
Immobilisations nettes	122,6	142,4	155,4	154,0	168,0	167,9	167,8	172,2
dont écarts d'acquisition	36,1	62,9	62,7	53,0	53,0	53,0	53,0	53,0
dont financières	29,3	25,5	28,8	26,5	26,5	26,5	26,5	26,5
BFR	190,2	253,3	276,0	243,6	241,3	255,7	266,7	235,4
Actif économique	283,6	370,2	402,6	371,2	382,9	397,1	408,0	381,0
Gearing (%)	24,3%	48,3%	56,9%	74,2%	74,8%	76,7%	68,8%	45,2%
BFR/CA (%)	37,3%	45,6%	45,2%	55,6%	48,5%	43,3%	43,3%	36,7%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,9	2,1	2,7	4,5	4,4	4,0	2,9	2,0
ROE (%)	7,5%	7,6%	7,4%	ns	3,5%	5,5%	9,8%	10,6%
ROACE (%) après IS normé	12,5%	7,8%	6,4%	4,7%	2,4%	4,1%	6,9%	8,0%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	43,1	36,5	36,8	10,5	20,5	34,7	46,3	46,1
Variation BFR	-2,2	-73,7	-23,3	16,6	9,1	-14,4	-11,0	31,3
Investissements industriels	-18,9	-33,3	-31,1	-29,0	-35,7	-22,0	-22,0	-22,0
% du CA	3,7%	6,0%	5,1%	6,6%	7,2%	3,7%	3,6%	3,4%
Cash Flow Libre	22,1	-70,5	-17,6	-1,8	-6,1	-1,7	13,3	55,4
Cessions d'actifs	2,5	16,1	4,4	2,2	1,9	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	0,0	-6,9	-6,9	-6,9
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-1,1	-5,3	-6,7	-5,8	-1,3	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-17,0	66,2	26,4	11,8	5,5	8,6	-6,4	-48,5
Dettes financières nettes	57,8	124,0	150,4	162,2	167,6	176,2	169,8	121,3



HAULOTTE

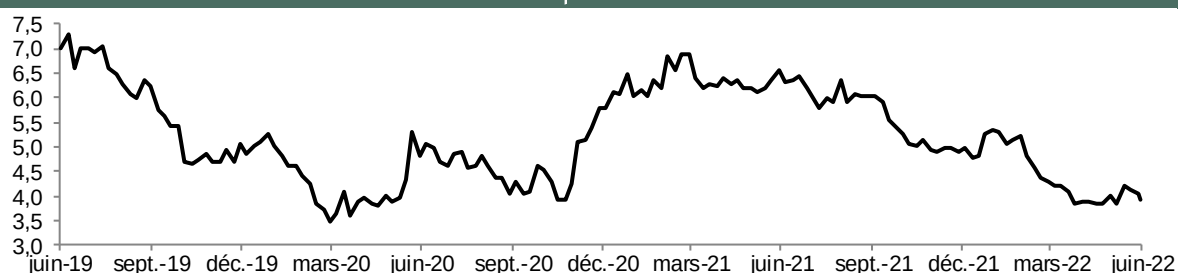
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,61	0,66	0,67	-0,88	0,27	0,43	0,82	0,96
var. n/n-1	-23,5%	9,1%	0,9%	+/-	-/+	58,5%	92,3%	17,6%
CFPA	1,5	1,2	1,2	0,4	0,7	1,2	1,6	1,6
ANPA	8,1	8,7	9,0	7,4	7,6	7,8	8,4	9,1
Dividende net (versé en n+1)	0,22	0,22	0,22	0,00	0,22	0,22	0,22	0,22
Payout (%)	36,4%	33,3%	33,0%	0,0%	81,9%	51,7%	26,9%	22,9%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	5,3%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	5,9%							

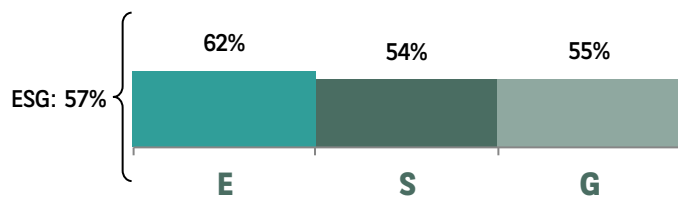
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	22,8	19,8	9,9	ns	22,1	9,2	4,8	4,1
PCF (x)	9,4	10,6	5,3	12,6	8,5	3,3	2,5	2,5
PAN (x)	1,7	1,5	0,7	0,6	0,8	0,5	0,5	0,4
VE/CA (x)	1,0	1,0	0,6	0,7	0,7	0,5	0,5	0,4
VE/EBE (x)	7,7	9,2	6,3	8,5	9,2	6,9	5,0	4,1
VE/ROP (x)	13,2	17,5	12,1	ns	29,5	14,8	8,2	6,0
Free Cash Flow Yield (%)	5,4%	-18,3%	-9,0%	-1,3%	-3,5%	-1,4%	11,4%	47,7%
Rendement (%)	1,6%	1,7%	3,3%	4,9%	0,0%	5,6%	5,6%	5,6%
Capitalisation (M€)	430,7	409,5	207,3	141,6	186,0	123,3	123,3	123,3
Valeur d'Entreprise (VE)	488,1	533,1	357,3	303,5	353,5	299,4	293,0	244,5
Cours de référence (€)	13,8	13,1	6,6	4,5	5,9	3,9	3,9	3,9
Nb de titres (Mio)	31,260	31,371	31,441	31,371	31,371	31,371	31,371	31,371
Nb de titres corrigé (Mio)	29,445	29,535	31,441	31,371	31,371	31,371	31,371	31,371
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	03/12/1998							
Cours d'introduction ajusté	1,3 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	133,3	139,7	163,2	132,0	106,1	135,8
CA T2	131,3	145,7	179,4	90,5	137,1	
CA S1	264,6	285,4	342,6	222,4	243,2	
ROP S1	17,4	22,0	20,8	3,5	7,4	
RN pdg corrigé S1	6,3	17,7	18,2	-8,7	5,6	
Marge opérationnelle S1	6,6%	7,7%	6,1%	1,6%	3,0%	
Marge nette S1	2,4%	6,2%	5,3%	-3,9%	2,3%	
CA T3	106,1	128,5	135,3	102,7	112,1	
CA T4	139,3	142,0	122,4	113,4	142,0	
CA S2	245,4	270,5	268,2	216,1	254,1	
ROP S2	19,6	16,8	8,6	0,3	4,6	
RN pdg corrigé S2	11,5	14,9	4,6	-17,3	2,4	
Marge opérationnelle S2	8,0%	6,2%	3,2%	0,1%	1,8%	
Marge nette S2	4,7%	5,5%	1,7%	-8,0%	0,9%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	15,9%	4,8%	16,8%	-19,1%	-19,6%	28,0%
CA T2	5,2%	11,0%	23,2%	-49,6%	51,6%	
CA T3	2,4%	21,1%	5,3%	-24,1%	9,2%	
CA T4	21,8%	1,9%	-13,8%	-7,3%	25,2%	
CA S1	10,3%	7,9%	20,0%	-35,1%	9,3%	
CA S2	12,6%	10,2%	-0,9%	-19,4%	17,6%	
ROP S1	19,8%	26,0%	-5,4%	-83,0%	+ / ++	
ROP S2	69,3%	-14,4%	-48,6%	-96,6%	+ / ++	

Historique de cours





HAULOTTE

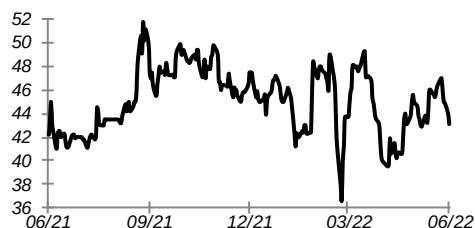
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	10,8	7,5	11,4	Périmètre : Sites de Production en France (Reims, Le Creusot, L'Horme) et en Roumanie (Haulotte Argès).
Politique de compensation des émissions CO2	non	non	non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	non	non	non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	non	oui	oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	non	non	non	
Certification 14001	oui	oui	oui	100% des sites de production
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	24%	23%	24%	
Index égalité salariale femmes / hommes	82	87	87	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	oui	oui	oui	Intégré dans l'accord sur la qualité de vie au travail signé en 2008
Part des personnes en situation de handicap	4,0%	3,1%	3,6%	Périmètre : Haulotte Group S.A. (L'Horme, Reims, Le Creusot, Lorette)
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	49%	61%	74%	Objectif 2022 : 100%
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	8,4%	5,5%	ND	Périmètre : CDI, sites de L'Horme, Reims, Le Creusot et Lorette
Certification Great Place To Work / Happy At Work	non	non	non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	oui	oui	oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	non	non	non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	0	0	0	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	25,0	28,8	6,8	Périmètre : Haulotte Group S.A. (L'Horme, Reims, Le Creusot, Lorette)
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	oui	oui	oui	Middlednext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	oui	oui	oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	8	8	7	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	3	3	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	non	non	non	
Assiduité des membres du CA	75%	85%	77%	
Comité d'audit	oui	oui	oui	
Comité des risques	non	non	non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	non	non	non	
Comité RSE	non	non	non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	oui	oui	oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	73%	75%	75%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	non	non	non	
Déclaration de la rémunération du CEO	oui	oui	oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	non	non	non	
Ratio d'équité (salaire médian)	12,89	12,69	12,52	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	oui	oui	oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	non	non	non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	81%	97%	96%	PwC et BM,A



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

HERIGE

Immobilier



Cours : 43,10€ 14 Juin 2022

Objectif : 61,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0000066540 / ALHRG
Reuters / Bloomberg ALHRG.PA / ALHRG- FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **129,0**
Flottant (%) 39,9%
Nbre de Titres (Mio) 2,994
Date de clôture 30-Déc

Actionnariat
Familles 62,8%
Public 26,5%
Salariés 4,1%
Autocontrôle 6,6%

	21	22e	23e
PER	5,3	4,7	4,5
PCF	3,0	2,8	2,7
VE/CA	0,3	0,3	0,3
VE/ROP	7,3	6,6	5,9
PAN	0,9	0,8	0,7
Rendement	1,1%	1,5%	4,2%
Free Cash Flow Yield	-17,6%	-2,9%	19,4%
ROACE	10,3%	10,3%	10,1%

	21	22e	23e
CA	712,0	769,8	776,0
CA précédent	712,0	769,8	776,0
var. n/n-1	18,6%	8,1%	0,8%
EBE	48,2	53,9	54,9
ROC	31,2	36,3	37,1
% CA	4,4%	4,7%	4,8%
ROP	28,1	33,7	34,5
% CA	4,0%	4,4%	4,4%
RN Pdg publié	19,1	23,5	24,3
% CA	2,7%	3,1%	3,1%

	21	22e	23e
BNPA	6,76	8,29	8,59
BNPA précédent	6,76	8,29	8,59
var. n/n-1	81,6%	22,7%	3,7%
BNPA Cor	7,69	9,21	9,51
ANPA	43,7	51,4	58,3
Dividende net	0,64	1,80	1,80
DFN	81,0	92,4	72,8

Arnaud Despre, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 52
arnaud.despre@bnpparibas.com

Figer la marge brute

Activité

Spécialisé dans le négoce de matériaux et de produits pour l'aménagement de la maison, Herige a développé un réseau de marques autour de trois activités distinctes : le Négoce de matériaux de construction, la Menuiserie industrielle et le Béton. Composée de 1 090 salariés, l'activité Négoce, via la marque VM, représente plus de 55% du CA 2021. La Menuiserie (23% CA 2021) et le Béton (18% CA 2021) sont respectivement représentés par les marques AtlanteM et Edycem. Historiquement, le développement de Herige repose sur un équilibre entre croissance organique et croissance externe. Le groupe fut notamment 1/ actif en 2019 sur le M&A Béton avec le rachat de Béton du Poher, 2/ la finalisation tout début 2020 de six autres centrales auprès de BHR et 3/ plus récemment en mai dernier avec l'acquisition en Menuiserie d'Audoine et Fils Béton.

Marché / Concurrence

Herige évolue sur le marché de la construction de logements, principalement individuels, dont les mises en chantier connaissent depuis début 2018 un net ralentissement, principalement sous l'impact des restrictions fiscales, des élections municipales, de la crise sanitaire et de nouvelles réglementations (RE2020). Mais les carnets de commandes des principaux CMIstes semblent avoir bien résisté en 2021 (Hexaom, AST...). L'entretien rénovation, qui historiquement évolue entre +0,5% et +1,5%, représente également un marché important pour les branches Négoce et Menuiserie, et connaît une excellente dynamique sous MaPrimeRenov. Les principaux concurrents sont Saint-Gobain, Gedimat, Samse pour le Négoce; Lafarge, Vicat, CRH pour le Béton. La Menuiserie est un marché relativement éclaté.

Stratégie / Perspectives

La tendance marché est bien connue : poursuite des dynamiques dans le neuf (cumul 12 mois à fin déc. +26,3% logements individuels autorisés ; Hexaom vise +15% de croissance CMI sur l'année) et dans la rénovation (soutien MaPrimeRenov), dans un contexte d'accentuation de l'inflation et potentielles pénuries. Le management se veut confiant pour correctement répercuter l'inflation, et s'affaira à garder un niveau de stock de sécurité. Nous projetons à ce stade une croissance limitée et principalement sous effet prix de +8,1% à 769,8M€ pour un ROC de 36,3M€ (MOC +30bp à 4,7%, léger impact marge brute).

Valorisation

Excellent début d'année et M&A stratégique dans la décarbonation de sa branche Béton. Notre objectif de cours ressort à 61€ incluant une prime ESG de +5%.

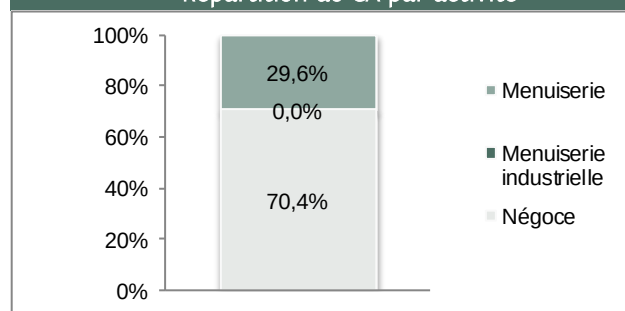
HERIGE

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	547,3	570,7	622,1	600,4	712,0	769,8	776,0	778,0
var. n/n-1	4,4%	4,3%	9,0%	-3,5%	18,6%	8,1%	0,8%	0,3%
var. organique	-	-	-	-	-	-	-	-
EBE	21,4	23,4	31,3	35,5	48,2	53,9	54,9	54,8
ROC	9,1	11,6	18,3	19,7	31,2	36,3	37,1	37,2
var. n/n-1	38,5%	27,4%	57,8%	7,5%	58,4%	16,4%	2,2%	0,1%
ROP	7,7	-6,4	14,3	15,9	28,1	33,7	34,5	34,6
RCAI	6,0	-8,1	12,4	14,3	26,6	32,8	33,8	33,9
IS	-2,3	-0,4	-4,8	-3,7	-7,3	-9,2	-9,3	-9,3
RN Pdg publié	0,9	-8,6	7,5	10,5	19,1	23,5	24,3	24,4
RN Pdg corrigé	4,2	10,3	10,1	13,6	21,6	25,6	26,5	26,6
var. n/n-1	20,0%	+/-	-2,1%	34,4%	59,2%	18,4%	3,4%	0,3%
Tmva CA 2019 / 2023e	5,7%							
Marge brute (%)	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Marge opérationnelle (%)	1,4%	-1,1%	2,3%	2,7%	4,0%	4,4%	4,4%	4,4%
Marge nette (%)	0,8%	1,8%	1,6%	2,3%	3,0%	3,3%	3,4%	3,4%
Taux IS (%)	38,1%	-5,0%	39,0%	25,6%	27,6%	28,0%	27,5%	27,5%
Frais de personnel / CA (%)	-19,6%	-19,0%	-18,2%	-18,4%	-18,6%	-	-	-
CA/effectif (K€)	235	244	263	255	292	-	-	-
var. n/n-1	12,8%	3,6%	8,1%	-3,1%	14,2%	-	-	-
Effectif moyen	2 327	2 341	2 361	2 352	2 442	-	-	-
var. n/n-1	-7,4%	0,6%	0,9%	-0,4%	3,8%	-	-	-

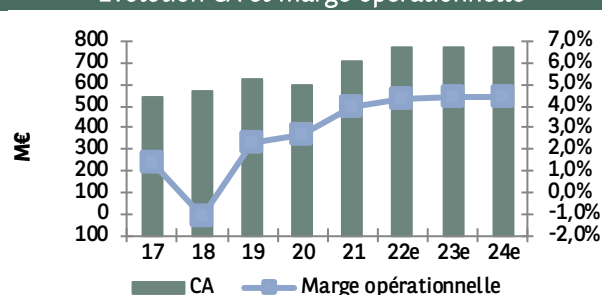
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	110,7	100,3	99,0	108,8	122,9	144,5	163,8	158,8
Dettes financières nettes	63,5	67,9	67,6	51,6	81,0	92,4	72,8	58,6
Autres	16,4	17,4	19,2	17,9	17,3	10,3	10,3	17,9
Capitaux investis	190,5	185,8	186,9	179,3	222,2	248,4	248,2	236,7
Immobilisations nettes	138,8	134,9	147,8	150,8	168,1	176,1	175,1	158,1
dont écarts d'acquisition	51,2	37,5	34,0	31,7	29,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	3,7	3,6	2,8	5,0	7,3	14,3	14,3	5,0
BFR	55,4	54,5	41,9	33,5	61,4	86,6	87,3	83,6
Actif économique	190,5	185,8	186,9	179,3	222,2	248,4	248,2	236,7
Gearing (%)	57,3%	67,6%	67,7%	47,0%	65,4%	63,4%	44,1%	36,6%
BFR/CA (%)	10,1%	9,6%	6,7%	5,6%	8,6%	11,3%	11,3%	10,7%
Dettes financières nettes/EBE (x)	3,0	2,9	2,2	1,5	1,7	1,7	1,3	1,1
ROE (%)	0,8%	ns	7,6%	9,7%	15,6%	16,2%	14,9%	15,4%
ROACE (%) après IS normé	3,0%	6,5%	5,2%	6,6%	10,3%	10,3%	10,1%	10,3%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	12,6	3,2	23,0	30,0	38,9	43,8	44,8	44,8
Variation BFR	-3,5	0,9	12,6	8,4	-27,9	-25,2	-0,7	-0,8
Investissements industriels	-14,9	-21,5	-31,4	-22,7	-31,4	-22,2	-20,4	-19,8
% du CA	2,7%	3,8%	5,0%	3,8%	4,4%	2,9%	2,6%	2,5%
Cash Flow Libre	-5,8	-17,5	4,3	15,7	-20,4	-3,6	23,7	24,1
Cessions d'actifs	2,0	1,1	0,9	1,6	1,0	1,0	1,0	1,6
Investissements financiers	0,0	-0,6	-3,4	-0,1	-0,2	-7,0	0,0	0,0
Dividendes	-1,4	-1,5	-2,1	0,0	-1,3	-1,8	-5,1	-5,1
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-3,9	-4,0	2,2	-1,1	-8,6	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	0,9	4,4	-0,3	-16,1	29,4	11,4	-19,6	-17,7
Dettes financières nettes	63,5	67,9	67,6	51,6	81,0	92,4	72,8	58,6

Répartition du CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



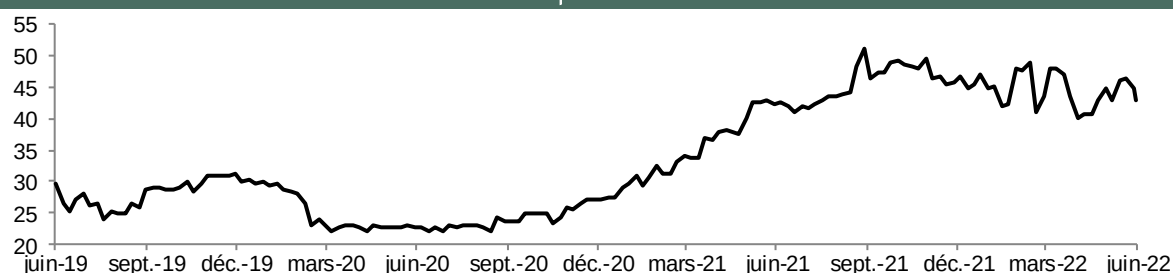
HERIGE

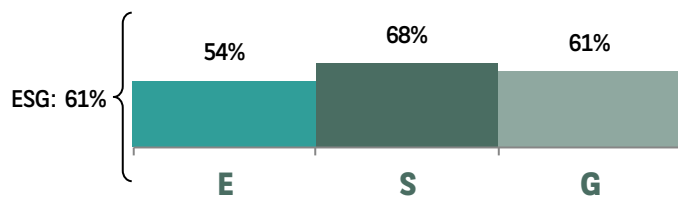
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,30	-3,05	2,64	3,72	6,76	8,29	8,59	8,62
var. n/n-1	-54,0%	+/-	-/+	40,9%	55,1%	19,8%	3,3%	0,3%
CFPA	4,5	1,1	8,1	10,6	13,7	15,5	15,8	15,8
ANPA	45,2	40,7	35,3	38,8	43,7	51,4	58,3	56,6
Dividende net (versé en n+1)	0,53	0,74	0,00	0,44	0,64	1,80	1,80	1,80
Payout (%)	175,8%	-24,4%	0,0%	8,9%	8,3%	19,6%	18,9%	18,9%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	28,2%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	18,1%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	7,6	5,0	5,3	4,7	4,5	4,5
PCF (x)	7,8	ns	3,3	2,3	3,0	2,8	2,7	2,7
PAN (x)	0,8	0,9	0,8	0,6	0,9	0,8	0,7	0,8
VE/CA (x)	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
VE/EBE (x)	7,9	7,5	4,8	3,6	4,2	4,1	3,7	3,5
VE/ROP (x)	21,9	ns	10,4	7,9	7,3	6,6	5,9	5,5
Free Cash Flow Yield (%)	-5,9%	-17,2%	5,6%	22,6%	-17,6%	-2,9%	19,4%	19,8%
Rendement (%)	1,4%	1,5%	2,8%	0,0%	1,1%	1,5%	4,2%	4,2%
Capitalisation (M€)	104,9	107,3	80,4	73,5	122,6	129,0	129,0	129,0
Valeur d'Entreprise (VE)	168,4	175,3	149,0	126,1	204,7	222,6	203,1	189,0
Cours de référence (€)	35,0	35,8	26,9	24,6	41,0	43,1	43,1	43,1
Nb de titres (Mio)	2,994	2,994	2,994	2,994	2,994	2,994	2,994	2,994
Nb de titres corrigé (Mio)	2,802	2,827	2,833	2,833	2,833	2,833	2,833	2,833
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	17/05/1990							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	130,8	140,2	153,9	132,8	175,7	193,8
CA T2	151,0	154,2	171,8	139,1	199,2	
CA S1	281,8	294,4	325,7	271,8	374,9	
ROP S1	3,1	2,6	8,5	4,3	18,1	
RN pdg corrigé S1	1,5	1,7	6,0	2,5	12,7	
Marge opérationnelle S1	1,1%	0,9%	2,6%	1,6%	4,8%	
Marge nette S1	0,5%	0,6%	1,8%	0,9%	3,4%	
CA T3	120,1	127,8	143,8	159,9	158,6	
CA T4	145,4	148,5	152,6	168,6	178,5	
CA S2	265,5	276,3	296,4	328,5	337,1	
ROP S2	4,6	-9,0	-	-	10,0	
RN pdg corrigé S2	3,8	8,7	4,1	11,1	8,9	
Marge opérationnelle S2	1,7%	-3,3%	-	-	3,0%	
Marge nette S2	1,4%	3,1%	1,4%	3,4%	2,6%	
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	+ / ++	7,2%	9,8%	-13,7%	32,3%	10,3%
CA T2	+ / ++	2,1%	11,4%	-19,0%	43,2%	
CA T3	+ / ++	6,4%	12,5%	11,2%	-0,8%	
CA T4	+ / ++	2,1%	2,8%	10,5%	5,9%	
CA S1	-3,1%	4,5%	10,6%	-16,5%	37,9%	
CA S2	13,7%	4,1%	7,3%	10,8%	2,6%	
ROP S1	- / +	-14,7%	+ / ++	-49,2%	+ / ++	
ROP S2	-29,6%	+ / -	-	-	- / +	

Historique de cours





HERIGE

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	31,9	29,4	24,2	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	24%	24%	25%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	78	87	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	6,0%	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	66%	67%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	12%	10%	12%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	108 152	116 847	93 744	
Taux d'absentéisme	5,3%	6,0%	5,3%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	23,8	0,2	0,2	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Non	Non	Non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	10	11	11	
<i>dont indépendants</i>	2	2	2	
<i>dont femmes</i>	5	5	5	
Administrateur représentant les salariés au CA	oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	oui	oui	oui	
Comité des risques	oui	oui	oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	oui	oui	oui	
Comité RSE	oui	oui	oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	76%	76%	76%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	ND	In 2022
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	oui	oui	oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	oui	oui	oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

HEXAOM
Immobilier



Cours : 26,70€ 14 Juin 2022

Objectif : 46,00€

ACHETER (1)
Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0004159473 / HEXA
Reuters / Bloomberg HEXA.PA / HEXA FP
Indice CAC Small
Éligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **185,2**
Flottant (%) 42,5%
Nbre de Titres (Mio) 6,938
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
MFC Prou Investissements 51,7%
Famille Vandromme 5,4%
Autocontrôle 0,0%
Public 42,5%

	21	22e	23e
PER	13,5	6,1	5,1
PCF	6,6	4,0	3,5
VE/CA	0,2	0,1	0,1
VE/ROP	7,0	3,6	2,9
PAN	1,3	0,7	0,7
Rendement	2,9%	5,0%	6,9%
Free Cash Flow Yield	6,4%	0,3%	12,1%
ROACE	11,8%	14,2%	15,4%

	997,0	1 131,3	1 172,8
CA	997,0	1 131,3	1 172,8
CA précédent	996,6	1 122,7	1 162,8
var. n/n-1	13,1%	13,5%	3,7%
EBE	51,8	58,4	67,6
ROC	34,5	43,5	52,1
% CA	3,5%	3,8%	4,4%
ROP	34,5	43,5	52,1
% CA	3,5%	3,8%	4,4%
RN Pdg publié	21,6	29,8	35,8
% CA	2,2%	2,6%	3,1%

	3,15	4,35	5,23
BNPA	3,15	4,35	5,23
BNPA précédent	3,17	4,35	5,23
var. n/n-1	8,4%	38,0%	20,0%
BNPA Cor	3,15	4,35	5,23
ANPA	33,5	35,8	39,3
Dividende net	1,34	1,85	2,22
DFN	-57,3	-30,3	-40,3

Arnaud Despre, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 52
arnaud.despre@bnpparibas.com

Allongement des délais

Activité

Depuis 2012, Hexaom est le premier intervenant du marché en secteur diffus. Le groupe est un prestataire de services qui conçoit et dessine des modèles de maisons et accompagne le client dans son projet global (recherche de terrain, démarches administratives, aide au financement) (CMI 72% CA 2021). Il est également présent depuis 2015 dans le secteur de la rénovation BtoC avec ses filiales Rénovert et Camif Habitat (BtoC 5% CA 2021), et depuis début 2018 dans la rénovation BtoB avec l'acquisition de l'Atelier des Compagnons (BtoB 13,3% CA 2020). Le groupe poursuit sa diversification et développe actuellement une offre de Promotion immobilière sous la marque Hibana, avec un objectif de CA de 150M€ à horizon 2023.

Marché / Concurrence

Le marché de la maison individuelle affichait un net rebond depuis 2014, porté par une amélioration des conditions macroéconomiques, des conditions de financement exceptionnelles et un contexte social qui tend à favoriser l'habitat individuel périurbain/rural à l'habitat collectif urbain. Toutefois, le cadre fiscal a été modifié en 2018, devenant moins favorable pour l'accession à la propriété en zone non tendue (plafonds de financement du PTZ abaissés à 20% vs. 40% pour les zones B2 et C), avec un impact non négligeable sur le marché de l'individuel pur. Le marché est également plus exposé aux tendances inflationnistes (en partie sous les effets réglementations) et hausses des taux. Les principaux concurrents sont Geoxia (CA 2020 242M€, placé en redressement judiciaire depuis mai), BDL (CA 2020 195M€), AST (CA 2020 176M€) et Maisons Pierre (CA 2020 130M€).

Stratégie / Perspectives

Pour 2022, le groupe intègre l'allongement chantier de deux mois à ses budgets et prévoit une croissance CMI de +15,0% (PZP +13,0%) avec 1/ une nouvelle dégradation de sa marge sur coûts variables (PZP -110bp à 15,0%) et 2/ une structure de coûts fixes en hausse mesurée. L'un dans l'autre, nous anticipons dans un contexte nettement dégradé depuis début mars un pincement de marge limité de -20bp à 3,4%, pour une contribution EBIT de 27,7M€ (+7,0%). L'allongement des chantiers est évidemment lié aux pénuries sur certains matériaux. Et la situation s'aggrave depuis début mars avec la hausse des coûts énergétiques qui pèse sur la production de certains matériaux (terre cuite, carrelage...), notamment sur la production en Italie. Hexaom profite de son statut pour directement s'adresser aux industriels et s'assurer du volume, ce qui n'est pas le cas de l'ensemble de la profession et de nombreux CMistes (plus ou moins importants) sont en difficultés (Geoxia placé en redressement judiciaire depuis fin mai). Le management parle de la disparition d'un acteur tous les 2-3 jours, ce qui accélère la concentration sectorielle LT... et certainement la prise de pdm du groupe (10,2% à fin 2021 sur les 90 départements où le groupe est présent).

Valorisation

Hexaom reste un titre value à 0,1x EV/Sales et 3,9x EV/EBIT. Obj. ajusté à 46€ sous la mise à jour de nos paramètres de marché.

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 14/06/2022 - 16:52 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

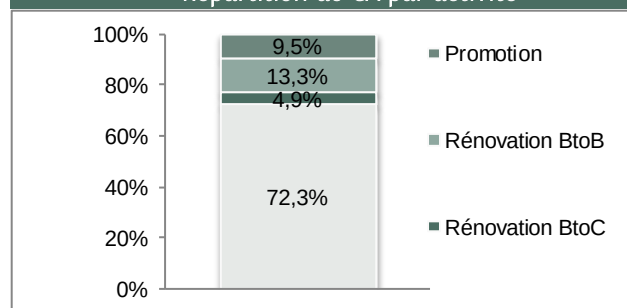
HEXAOM

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	764,4	804,0	841,9	881,8	997,0	1 131,3	1 172,8	1 203,1
var. n/n-1	24,1%	5,2%	4,7%	4,7%	13,1%	13,5%	3,7%	2,6%
var. organique	16,4%	5,2%	4,7%	4,7%	13,1%	13,5%	3,7%	2,6%
EBE	47,0	40,3	39,3	44,0	51,8	58,4	67,6	69,3
ROC	42,9	36,1	27,2	29,0	34,5	43,5	52,1	53,3
var. n/n-1	78,5%	-15,8%	-24,8%	6,9%	18,9%	26,1%	19,8%	2,2%
ROP	42,9	36,1	27,2	29,0	34,5	43,5	52,1	53,3
RCAI	42,9	36,0	27,0	28,6	31,3	42,6	51,1	51,1
IS	-13,5	-10,9	-8,5	-8,9	-8,7	-11,5	-13,8	-13,8
RN Pdg publié	28,7	25,0	18,8	19,9	21,6	29,8	35,8	35,8
RN Pdg corrigé	28,3	22,9	17,3	18,6	21,6	32,3	38,8	38,8
var. n/n-1	71,1%	-19,2%	-24,3%	7,2%	16,5%	49,3%	20,0%	0,0%
Tmva CA 2019 / 2023e	8,6%							
Marge brute (%)	31,2%	30,7%	29,8%	28,8%	28,0%	28,8%	29,2%	29,2%
Marge opérationnelle (%)	5,6%	4,5%	3,2%	3,3%	3,5%	3,8%	4,4%	4,4%
Marge nette (%)	3,7%	2,8%	2,1%	2,1%	2,2%	2,9%	3,3%	3,2%
Taux IS (%)	31,6%	30,3%	31,5%	31,3%	27,7%	27,0%	27,0%	27,0%
Frais de personnel / CA (%)	14,3%	14,9%	14,7%	14,5%	14,3%	14,0%	14,0%	14,0%
CA/effectif (K€)	407	406	399	407	441	491	499	502
var. n/n-1	3,5%	-0,1%	-1,7%	2,0%	8,4%	11,2%	1,6%	0,6%
Effectif moyen	1 880	1 980	2 109	2 165	2 259	2 304	2 350	2 397
var. n/n-1	19,8%	5,3%	6,5%	2,7%	4,3%	2,0%	2,0%	2,0%

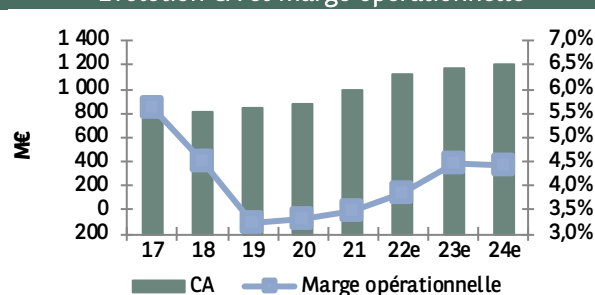
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	170,8	183,8	191,0	209,0	229,5	244,9	269,3	269,3
Dettes financières nettes	-39,5	-52,1	-49,1	-29,5	-57,3	-30,3	-40,3	-40,3
Autres	6,1	4,0	33,5	36,5	36,7	38,5	40,0	40,0
Capitaux investis	136,7	135,5	175,7	214,8	207,1	239,5	254,5	258,5
Immobilisations nettes	143,0	151,3	194,4	212,3	203,8	206,5	209,2	211,8
dont écarts d'acquisition	103,9	103,9	103,9	103,9	103,9	103,9	103,9	103,9
dont financières	7,4	8,6	8,1	7,4	9,3	9,5	9,4	9,5
BFR	1,1	-7,2	-10,7	9,9	12,7	42,4	54,7	56,1
Actif économique	136,7	135,5	175,7	214,8	207,1	239,5	254,5	258,5
Gearing (%)	-23,2%	-28,4%	-25,7%	-14,2%	-25,2%	-12,6%	-15,2%	-15,2%
BFR/CA (%)	0,1%	-0,9%	-1,3%	1,1%	1,3%	3,8%	4,7%	4,7%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	16,8%	13,6%	9,8%	9,5%	9,4%	12,2%	13,3%	13,3%
ROACE (%) après IS normé	24,6%	18,5%	12,0%	10,2%	11,8%	14,2%	15,4%	15,2%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	33,4	29,1	32,1	33,5	44,0	46,2	53,0	53,0
Variation BFR	12,4	6,4	-7,5	-19,5	-9,2	-29,7	-12,3	-1,4
Investissements industriels	-6,2	-11,4	-24,5	-32,9	-16,2	-18,1	-18,8	-19,2
% du CA	0,8%	1,4%	2,9%	3,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Cash Flow Libre	39,6	24,1	0,1	-18,9	18,6	0,5	22,2	22,2
Cessions d'actifs	0,4	0,1	0,9	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6
Investissements financiers	-1,1	-0,6	-0,4	-0,3	-0,5	-0,6	-0,5	-0,4
Dividendes	-7,2	-12,3	-10,3	0,0	0,0	-9,3	-12,8	-12,8
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-44,2	1,3	6,7	-1,2	8,9	0,5	0,5	0,5
Variation dettes financières nettes	12,6	-12,6	3,0	19,7	-27,8	8,4	-10,0	-10,0
Dettes financières nettes	-39,5	-52,1	-49,1	-29,5	-57,3	-30,3	-40,3	-40,3

Répartition du CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



HEXAOM

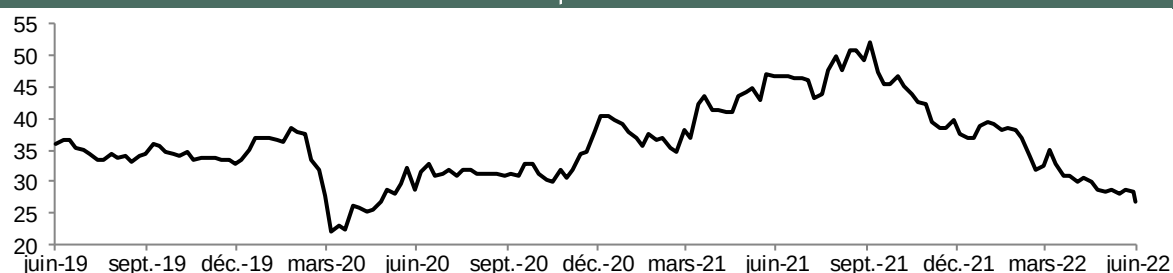
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	4,20	3,65	2,74	2,91	3,15	4,35	5,23	5,23
var. n/n-1	89,1%	-13,1%	-24,9%	6,2%	8,4%	38,0%	20,0%	0,0%
CFPA	4,9	4,2	4,7	4,9	6,4	6,8	7,7	7,7
ANPA	24,9	26,8	27,9	30,5	33,5	35,8	39,3	39,3
Dividende net (versé en n+1)	1,70	1,50	0,00	1,24	1,34	1,85	2,22	2,22
Payout (%)	40,5%	41,1%	0,0%	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	17,5%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	13,3%							

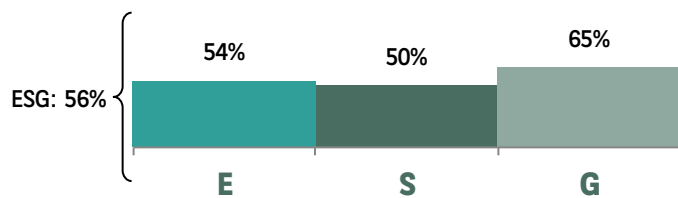
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	13,8	12,4	12,8	10,9	13,5	6,1	5,1	5,1
PCF (x)	11,8	10,6	7,5	6,5	6,6	4,0	3,5	3,5
PAN (x)	2,3	1,7	1,3	1,0	1,3	0,7	0,7	0,7
VE/CA (x)	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
VE/EBE (x)	7,7	6,5	4,9	4,4	4,6	2,7	2,2	2,2
VE/ROP (x)	8,4	7,2	7,1	6,6	7,0	3,6	2,9	2,8
Free Cash Flow Yield (%)	10,0%	7,8%	0,1%	-8,7%	6,4%	0,3%	12,1%	12,1%
Rendement (%)	1,7%	3,8%	4,3%	0,0%	2,9%	5,0%	6,9%	8,3%
Capitalisation (M€)	401,0	313,2	242,6	220,2	296,3	185,2	185,2	185,2
Valeur d'Entreprise (VE)	362,2	261,3	193,0	191,9	240,7	158,4	149,9	149,9
Cours de référence (€)	57,8	45,1	35,0	31,7	42,7	26,7	26,7	26,7
Nb de titres (Mio)	6,938	6,938	6,938	6,938	6,938	6,938	6,938	6,938
Nb de titres corrigé (Mio)	6,848	6,848	6,849	6,849	6,846	6,846	6,846	6,846
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	30/05/2000							
Cours d'introduction ajusté	5,7 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	172,0	189,7	201,1	195,8	230,6
CA T2	199,6	221,0	216,9	202,9	269,1
CA S1	371,6	410,7	417,9	398,7	499,7
ROP S1	18,8	19,1	10,4	6,0	16,2
RN pdg corrigé S1	12,3	13,1	7,2	4,3	11,3
Marge opérationnelle S1	5,1%	4,7%	2,5%	1,5%	3,2%
Marge nette S1	3,3%	3,2%	1,7%	1,1%	2,3%
CA T3	164,1	171,1	183,3	211,6	207,8
CA T4	228,7	222,2	240,7	271,5	289,5
CA S2	392,8	393,3	424,0	483,1	497,3
ROP S2	24,1	17,0	16,8	23,0	18,3
RN pdg corrigé S2	16,4	11,8	11,6	15,6	12,9
Marge opérationnelle S2	6,1%	4,3%	4,0%	4,8%	3,7%
Marge nette S2	4,2%	3,0%	2,7%	3,2%	2,6%

Taux de croissance (n/n-1)					
CA T1	17,1%	10,3%	6,0%	-2,6%	17,8%
CA T2	20,7%	10,7%	-1,9%	-6,4%	32,6%
CA T3	27,2%	4,3%	7,1%	15,4%	-1,8%
CA T4	30,8%	-2,8%	8,3%	12,8%	6,6%
CA S1	19,0%	10,5%	1,8%	-4,6%	25,3%
CA S2	29,3%	0,1%	7,8%	13,9%	2,9%
ROP S1	90,7%	2,0%	-45,8%	-41,8%	+ / ++
ROP S2	69,9%	-29,6%	-1,1%	37,1%	-20,3%

Historique de cours





HEXAOM

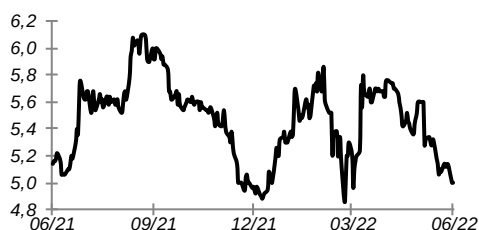
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Oui	Oui	Oui	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	ND	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	35%	35%	34%	
Index égalité salariale femmes / hommes	81	88	76	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Non	Non	Non	
Part des personnes en situation de handicap	2,2%	2,2%	2,1%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	0	0	0	
Taux d'absentéisme	4,4%	4,3%	4,1%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	ND	ND	ND	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	9	9	9	
<i>dont indépendants</i>	4	4	4	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	89%	95%	96%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	52%	52%	52%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	6,09223	2,5	2,5	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

HIGHCO

Marketing _ Media



Cours : 5,00€

14 Juin 2022

Objectif : 7,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0000054231 / HCO
Reuters / Bloomberg HIGH.PA / HCO FP
Indice CAC Small
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **112,1**
Flottant (%) 51,6%
Nbre de Titres (Mio) 22,421
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Managers et membres CS 10,2%
WPP 34,1%
Autocontrôle 8,5%
Public 47,2%

	21	22e	23e
PER	10,6	11,1	9,8
PCF	6,2	5,5	4,9
VE/MB	1,4	1,6	1,2
VE/ROP	5,8	5,5	4,6
PAN	1,2	1,1	1,0
Rendement	5,0%	6,5%	7,1%
Free Cash Flow Yield	5,7%	13,4%	17,2%
ROACE	26,7%	27,1%	33,0%

MB	76,5	77,5	81,4
MB précédent	76,5	77,5	81,4
var. n/n-1	3,2%	1,3%	5,0%
EBE	23,2	23,7	25,8
ROC	15,5	16,1	18,0
% MB	20,3%	20,8%	22,1%
ROP	17,3	15,7	17,6
% MB	22,6%	20,3%	21,7%
RN Pdg publié	11,2	9,8	11,1
% MB	14,6%	12,7%	13,6%

BNPA	0,53	0,46	0,52
BNPA précédent	0,53	0,44	0,50
var. n/n-1	158,1%	-12,2%	12,8%
BNPA Cor	0,51	0,45	0,51
ANPA	4,5	4,7	4,8
Dividende net	0,32	0,35	0,39
DFN	-73,7	-80,3	-90,3

Maxence Dhoury, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 12
maxence.dhoury@bnpparibas.com

Des résultats, des investissements et du rendement

Activité

HighCo offre différentes solutions marketing hors media qui visent à générer du trafic, de l'attrait pour les marques et donc in-fine des ventes : coupons, offres de remboursement, push SMS, campagnes email, supports en points de vente... Ces différentes offres sont couplées à une analyse des datas pour fournir un feedback vertueux afin d'optimiser les campagnes. La clientèle est essentiellement composée de marques de grande consommation (Danone, Fleury Michon, Nestlé, Unilever...) et de distributeurs (Casino, Auchan, Carrefour, Delhaize...). Le groupe réalise l'essentiel de ses ventes en France et au Benelux.

Marché / Concurrence

Le marché des solutions hors media vit depuis quelques années une transition d'un mode 100% physique/papier vers un mode multicanal où le digital prend une part croissante. Cela tient à la fois aux évolutions technologiques (géolocalisation, retargeting...) qu'aux changements structurels du monde du retail (essor du drive et du m-commerce). Il devient ainsi crucial de savoir décliner une campagne sur les différents canaux, comme par exemple proposer les mêmes promotions en ligne et en magasin.

Stratégie / Perspectives

HighCo axe son développement sur le digital, passé de 15% de la marge brute en 2010 à 67% en 2021, par croissance organique, acquisitions ciblées et cessions d'activités offline. Le groupe accompagne ainsi l'évolution des usages (drive, mobile...) et l'explosion du nombre de smartphones, de tablettes et d'applications mobiles. Les cibles pertinentes étant à la fois chères et peu nombreuses, le groupe reste attentif aux opportunités mais privilégie désormais les investissements organiques. Depuis 2020, de nouvelles offres sont préparées par des start-up internes avec des moyens significatifs (un peu plus de 4M€ en 2021, montant équivalent attendu en 2022). Les deux plus avancées sont Nifty, un coupon mobile universel (largement diffusable, utilisable dans plusieurs enseignes, avec des outils de gestion en temps réel, etc.), et Coupon AI, solution qui englobe deux moteurs d'intelligence artificielle, l'un pour cibler le coupon et l'autre pour en optimiser le niveau de réduction. Bien que le risque d'échec soit non négligeable à l'échelle d'un projet, nous pensons qu'HighCo pourra faire émerger quelques succès parmi ces initiatives, en capitalisant sur son savoir-faire et sur son positionnement au cœur de l'écosystème des grandes marques et distributeurs. Cela est selon nous susceptible de redynamiser la top line à partir de 2023. A plus court-terme, HighCo vise pour 2022 une « légère croissance de la MB », la reprise de certaines activités post-crise sanitaire étant en partie compensée par la perte d'un client. Le groupe vise par contre une nouvelle amélioration de sa marge ajustée de 50bp, ce qui souligne la qualité de la gestion dans un contexte d'inflation salariale et alors que les investissements dans le start-up studio seront encore conséquents (~5pts de marge).

Valorisation

HighCo offre aujourd'hui un solide rendement (~6% sans compter les rachats d'actions) tout en autofinçant le développement de nouvelles offres susceptibles de dynamiser la croissance à partir de 2023.

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 10/06/2022 - 16:40 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

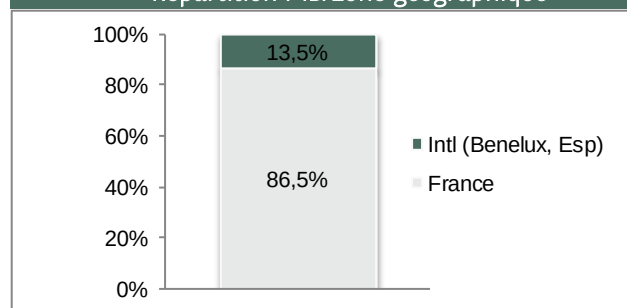
HIGHCO

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Marge brute	82,2	87,6	95,2	74,2	76,5	77,5	81,4	85,1
var. n/n-1	1,5%	6,5%	8,7%	-22,1%	3,2%	1,3%	5,0%	4,6%
var. organique	1,4%	2,6%	4,6%	-10,3%	3,2%	1,3%	5,0%	4,6%
EBE	16,4	18,7	24,8	19,6	23,2	23,7	25,8	27,6
ROC	12,5	14,8	17,0	13,0	15,5	16,1	18,0	19,7
var. n/n-1	-1,3%	18,3%	14,6%	-23,7%	19,9%	3,8%	11,7%	9,4%
ROP	12,1	14,7	16,7	12,2	17,3	15,7	17,6	19,3
RCAI	11,9	14,5	16,2	11,7	17,0	15,4	17,4	19,1
IS	-4,6	-3,9	-5,8	-4,2	-4,3	-4,3	-4,9	-5,4
RN Pdg publié	7,1	8,6	9,3	4,3	11,2	9,8	11,1	12,1
RN Pdg corrigé	8,2	9,6	9,5	5,7	10,9	9,6	10,8	11,9
var. n/n-1	-3,4%	18,0%	-1,5%	-40,1%	92,7%	-12,4%	12,9%	9,8%
Tmva MB 2019 / 2023e	-3,9%							
Marge brute (%)	55,1%	50,4%	54,2%	54,4%	55,7%	ns	ns	ns
Marge opérationnelle (ROP/MB %)	14,7%	16,7%	17,5%	16,4%	22,6%	20,3%	21,7%	22,7%
Marge nette (%)	9,9%	11,0%	10,0%	7,7%	14,3%	12,4%	13,3%	13,9%
Taux IS (%)	38,5%	26,6%	35,5%	36,2%	25,3%	28,0%	28,0%	28,0%
Frais de personnel / MB (%)	-57,4%	-56,0%	-55,7%	-55,1%	-55,0%	-	-	-
MB/effectif (K€)	116	117	124	121	136	-	-	-
var. n/n-1	4,6%	1,5%	5,1%	-1,8%	12,2%	-	-	-
Effectif moyen	711	746	771	612	563	-	-	-
var. n/n-1	-3,0%	4,9%	3,4%	-20,7%	-8,0%	-	-	-

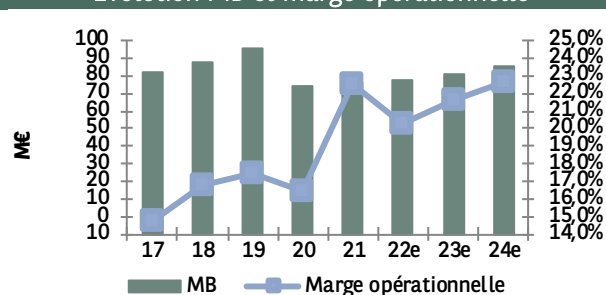
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	79,2	84,8	89,4	92,1	96,6	99,2	103,0	107,3
Dettes financières nettes	-45,9	-52,2	-62,5	-77,0	-73,7	-80,3	-90,3	-100,7
Autres	-0,4	3,7	19,2	24,2	18,8	18,8	18,8	18,8
Capitaux investis	36,0	39,2	48,4	42,9	44,0	41,6	37,1	32,9
Immobilisations nettes	86,4	92,3	109,8	107,6	101,3	99,6	98,0	96,5
dont écarts d'acquisition	72,4	79,8	79,8	79,8	79,8	79,8	79,8	79,8
dont financières	3,4	2,0	2,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
BFR	-47,0	-51,0	-58,9	-63,3	-55,8	-56,5	-59,3	-62,1
Actif économique	36,0	39,2	48,4	42,9	44,0	41,6	37,1	32,9
Gearing (%)	-55,8%	-59,5%	-68,2%	-80,5%	-74,5%	-77,9%	-83,1%	-87,7%
BFR/MB (%)	-31,5%	-29,4%	-33,5%	-46,4%	-40,6%	ns	ns	ns
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	9,0%	10,2%	10,4%	4,6%	11,6%	9,9%	10,7%	11,3%
ROACE (%) après IS normé	26,7%	20,2%	25,0%	18,1%	26,7%	27,1%	33,0%	40,6%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	11,4	14,6	17,8	16,3	18,5	19,4	21,5	22,9
Variation BFR	-6,0	5,3	8,1	3,2	-7,7	0,7	2,8	2,7
Investissements industriels	-1,1	-2,6	-5,8	-6,2	-4,2	-5,8	-6,1	-6,4
% du MB	1,3%	2,9%	6,1%	8,4%	5,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Cash Flow Libre	4,3	17,4	20,1	13,2	6,5	14,3	18,3	19,3
Cessions d'actifs	0,1	0,0	0,0	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-3,4	-6,0	-2,9	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-2,5	-2,9	-3,3	0,0	-5,6	-6,6	-7,3	-7,9
Augmentation de capital	-0,6	0,0	-1,8	0,0	-1,3	-1,0	-1,0	-1,0
Autres	-1,6	-2,3	-1,7	0,5	-2,9	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	3,7	-6,3	-10,4	-14,4	3,2	-6,6	-10,0	-10,4
Dettes financières nettes	-45,9	-52,2	-62,5	-77,0	-73,7	-80,3	-90,3	-100,7

Répartition MB/zone géographique



Evolution MB et marge opérationnelle



HIGHCO

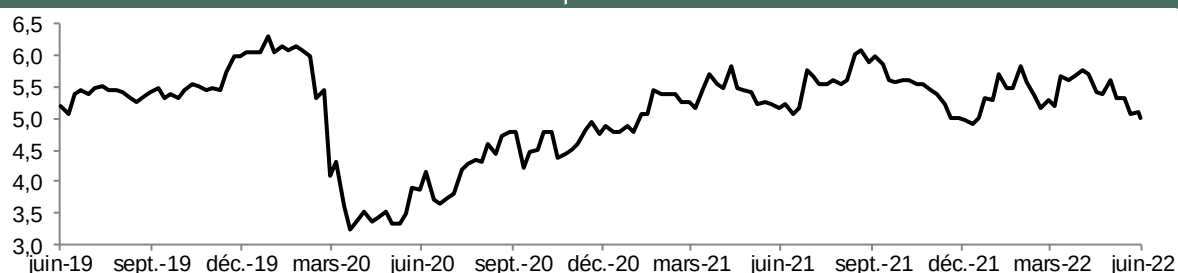
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,33	0,40	0,44	0,20	0,53	0,46	0,52	-6,32
var. n/n-1	-2,2%	18,2%	-0,8%	-39,0%	89,9%	-12,3%	12,9%	+/-
CFPA	0,5	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	-11,9
ANPA	3,7	3,9	4,2	4,4	4,5	4,7	4,8	-55,9
Dividende net (versé en n+1)	0,14	0,16	0,00	0,27	0,32	0,35	0,39	-4,11
Payout (%)	37,1%	35,7%	0,0%	99,7%	63,0%	78,7%	75,6%	66,5%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	3,5%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	5,0%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	15,3	11,0	12,1	16,8	10,6	11,1	9,8	ns
PCF (x)	11,0	7,2	6,5	5,9	6,2	5,5	4,9	ns
PAN (x)	1,6	1,2	1,3	1,0	1,2	1,1	1,0	ns
VE/MB (x)	1,6	1,2	1,2	1,1	1,3	1,1	1,0	ns
VE/EBE (x)	7,9	5,7	4,6	4,3	4,3	3,6	3,1	ns
VE/ROP (x)	10,7	7,3	6,8	6,9	5,8	5,5	4,6	ns
Free Cash Flow Yield (%)	3,4%	16,5%	17,5%	13,9%	5,7%	13,4%	17,2%	-200,7%
Rendement (%)	2,1%	2,9%	3,0%	0,0%	5,0%	6,5%	7,1%	7,7%
Capitalisation (M€)	129,8	110,1	120,5	101,8	121,6	112,1	112,1	0,0
Valeur d'Entreprise (VE)	129,7	107,4	113,9	84,4	100,3	86,2	80,8	-156,2
Cours de référence (€)	5,8	4,9	5,4	4,5	5,4	5,0	5,0	5,0
Nb de titres (Mio)	22,421	22,421	22,421	22,421	22,421	22,421	22,421	0,000
Nb de titres corrigé (Mio)	21,584	21,547	21,382	20,984	21,293	21,253	21,253	-1,919
% de la dilution	4,1%	3,3%	3,3%	0,9%	3,3%	3,3%	3,3%	ns
Date d'introduction	04/04/1996							
Cours d'introduction ajusté	5,4 €							

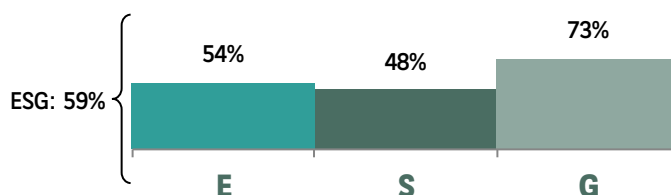
Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
MB T1	20,4	20,7	23,2	18,2	18,6	18,8
MB T2	21,9	22,5	25,0	17,8	19,2	
MB S1	42,3	43,2	48,2	36,0	37,8	
ROP S1	9,2	10,3	12,0	8,3	9,3	
RN pdg corrigé S1	5,7	8,5	8,0	6,0	7,0	
Marge opérationnelle S1	21,9%	23,8%	24,9%	22,9%	24,6%	
Marge nette S1	13,4%	19,8%	16,6%	16,7%	18,6%	
MB T3	19,2	21,2	22,3	18,5	18,7	
MB T4	20,8	23,2	24,7	19,7	20,0	
MB S2	40,0	44,4	47,0	38,2	38,7	
ROP S2	2,9	4,4	4,7	3,9	8,0	
RN pdg corrigé S2	2,3	3,2	3,8	2,8	7,4	
Marge opérationnelle S2	7,1%	9,9%	9,9%	10,3%	20,7%	
Marge nette S2	5,7%	7,1%	8,1%	7,3%	19,1%	

Taux de croissance (n/n-1)						
MB T1	4,5%	1,7%	11,8%	-21,5%	2,2%	1,1%
MB T2	0,6%	2,6%	11,4%	-29,0%	8,0%	
MB T3	0,2%	10,6%	5,1%	-16,9%	1,1%	
MB T4	0,6%	11,5%	6,7%	-20,5%	1,7%	
MB S1	2,4%	2,2%	11,6%	-25,4%	5,1%	
MB S2	0,4%	11,1%	6,0%	-18,8%	1,4%	
ROP S1	-10,5%	11,1%	16,9%	-31,2%	12,4%	
ROP S2	-18,1%	53,8%	6,3%	-15,8%	+/-++	

Historique de cours



HIGHCO



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	3,9	3,7	3,0	Calcul basé sur la marge brute et non le CA compte-tenu de l'activité
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	62%	60%	58%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	0,5%	0,8%	0,9%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	52%	57%	35%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	18%	17%	18%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	Actions gratuites et FCPE
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	1 226	1 378	1 191	
Taux d'absentéisme	4,6%	4,7%	6,0%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	4,0	2,0	4,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	Oui	Middlednext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	6	6	5	
<i>dont indépendants</i>	2	2	2	
<i>dont femmes</i>	2	2	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	83%	91%	91%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	Thématique traitée par le comité d'audit
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	33%	33%	33%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	Liée aux croissances de la MB à pcc, du RAO et de la part du digital
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	12,6	18	8,1	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	95%	96%	96%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

HOFFMANN GREEN

Clean Tech



Cours : 15,50€ 14 Juin 2022

Objectif : 25,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0013451044 / ALHGR
Reuters / Bloomberg ALHGR.PA / ALHGR:FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME

Capitalisation (M€) **226,8**
Flottant (%) 0,1%
Nbre de Titres (Mio) 14,635
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Julien Blanchard 31,6%
David Hoffmann 18,8%
Membres Conseil (hors indépendan 9,9%
Flottant 0,1%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	ns
PCF	ns	ns	ns
VE/CA	ns	ns	7,1
VE/ROP	ns	ns	ns
PAN	5,2	3,1	3,2
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-4,0%	-13,6%	-4,2%
ROACE	-	-	-

CA	2,4	6,2	33,1
CA précédent	2,5	6,2	33,1
var. n/n-1	371,5%	159,6%	435,6%
EBE	-5,3	-5,4	-0,2
ROC	-7,5	-10,5	-4,7
% CA	ns	ns	-14,1%
ROP	-7,5	-10,5	-5,1
% CA	ns	ns	-15,5%
RN Pdg publié	-5,7	-7,9	-3,8
% CA	ns	ns	-11,6%

BNPA	-0,40	-0,54	-0,26
BNPA précédent	-0,39	-0,50	-0,24
var. n/n-1	ns	ns	ns
BNPA Cor	-0,40	-0,54	-0,26
ANPA	5,6	5,0	4,8
Dividende net	0,00	0,00	0,00

DFN	-31,8	-0,9	8,6

Arnaud Despre, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 52
arnaud.despre@bnpparibas.com

Harder, Better, Faster, Greener!

Activité

Un process à froid et automatisé, une division par cinq des émissions de CO2 - Alors que la production de ciment est aujourd'hui une des industries les plus polluantes au monde, les technologies d'Hoffmann Green permettent de diviser dès aujourd'hui les émissions par cinq. Le procédé repose sur un ciment 0% clinker basé sur la valorisation de coproduits issus de l'industrie, disponibles en quantités abondantes. Le 0% clinker permet de se passer 1/ de l'exploitation ou ouverture de nouvelles carrières, 2/ de l'investissement dans des unités de concassage, séchage, préchauffage et surtout de 3/ l'investissement dans un four rotatif, principal émetteur de CO2. La facture énergétique, qui pèse pour environ 15 à 20% du CA chez les majors, se voit également nettement réduite. Le premier site de production est connecté et doté d'un processus entièrement automatisé, avec des besoins humains ainsi très limités. Les futurs sites de production seront lancés sur ce même modèle.

Marché / Concurrence

Après un recul marqué de la production jusqu'en 2016, cette dernière se stabilise depuis cinq ans (16,4Mt en 2020). Il faut souligner que cette production reste bien en deçà des capacités de production de l'ensemble du secteur, estimées à environ 26Mt. La production française de ciment est couverte à 95% par cinq acteurs : LafargeHolcim, HeidelbergCement, Vicat, CRH et Imerys. Ces derniers comptabilisent une trentaine d'installations en France, dont plus de la moitié pour LafargeHolcim (34% du parc de sites) et HeidelbergCement (24%).

Stratégie / Perspectives

Pour 2022, le management vise au-delà de la livraison H2 1/ la poursuite du développement commercial (plusieurs signatures attendues avec nouveaux partenaires), 2/ la commercialisation entre 20k et 30k tonnes (PZP 24k tonnes pour CA 6,2M€; inchangé) et 3/ le développement d'une 5^e technologie (hors laitier?). Le carnet de commandes est annoncé en croissance de +29,0% vs n-1...mais stable vs fin S1 2021. L'étape majeure selon nous a été atteinte début mars après que le groupe a obtenu pour son ciment décarboné H-UKR l'ATEX de cas A, délivrée par le CSTB (Centre Scientifique et Technique du Bâtiment). Nous attendions cette autorisation au cours de 2022 mais plutôt au S2. Cette autorisation permet au ciment H-UKR de tomber dans la technique courante, et ainsi de sortir du cadre de chantiers spécifiques/expérimentaux et permettre la généralisation de livraisons de BPE sur chantiers (accompagnement par tout type d'assureur et évaluateur technique; pour maisons individuelles et collectifs; pour dalles, voiles, poutres...).

Valorisation

Notre valorisation (DCF 4 sites industriels, WACC 10,1%, Croissance inf. 2,0%, marge EBIT normative 36,5%) nous amène à ajuster notre objectif à 25€. Rappelons que notre valorisation n'intègre pas à ce stade le potentiel de développement en licensing des technologies.

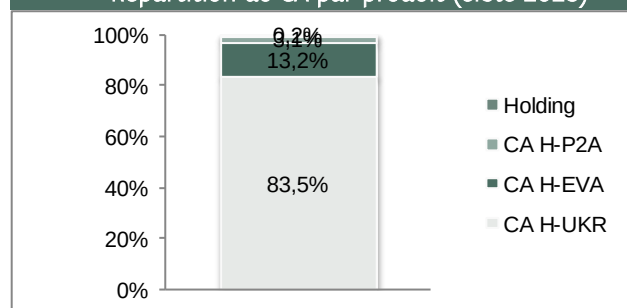
HOFFMANN GREEN

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	0,1	0,3	0,6	0,5	2,4	6,2	33,1	58,3
var. n/n-1	-/+	+/++	+/++	-19,1%	+/++	+/++	+/++	76,1%
var. organique	-	232,2%	115,9%	-19,1%	371,5%	159,6%	435,6%	76,1%
EBE	-0,8	-0,8	-1,9	-4,1	-5,3	-5,4	-0,2	6,7
ROC	-0,8	-1,0	-3,2	-5,9	-7,5	-10,5	-4,7	0,6
var. n/n-1	- -/-	-/-	+/++	-/-	-/-	-/-	- -/-	-/+
ROP	-0,8	-1,0	-3,2	-6,0	-7,5	-10,5	-5,1	-0,2
RCAI	-0,8	-1,2	-6,3	-8,1	-7,3	-10,5	-5,1	-0,2
IS	0,2	0,0	1,9	2,0	1,7	2,6	1,3	0,0
RN Pdg publié	-0,6	-0,9	-4,4	-6,1	-5,7	-7,9	-3,8	-0,1
RN Pdg corrigé	-0,6	-0,9	-4,4	-6,1	-5,7	-7,9	-3,8	-0,1
var. n/n-1	- -/-	-/-	+/++	-/-	- -/-	-/-	- -/-	- -/-
Tmva CA 2019 / 2023e	169,9%							
Marge brute (%)	66,7%	57,4%	63,9%	-7,7%	9,7%	51,3%	46,6%	48,9%
Marge opérationnelle (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	-15,5%	-0,3%
Marge nette (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	-11,6%	-0,2%
Taux IS (%)	27,3%	-3,9%	30,2%	24,4%	22,7%	25,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	-317,2%	-300,0%	-340,2%	-346,1%	-130,6%	-65,5%	-20,5%	-15,0%
CA/effectif (K€)	22	53	59	30	90	130	444	607
var. n/n-1	-/+	+/++	13,1%	-50,0%	+/++	44,8%	+/++	36,7%
Effectif moyen	4	6	11	17	27	48	75	96
var. n/n-1	-/+	37,5%	90,9%	61,9%	55,9%	79,2%	56,8%	28,9%

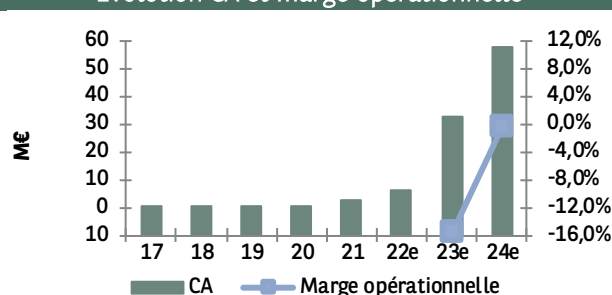
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	0,0	3,8	70,5	64,6	81,4	73,5	69,7	69,5
Dettes financières nettes	2,5	6,9	-32,6	-30,5	-31,8	-0,9	8,6	23,6
Autres	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capitaux investis	2,3	11,4	13,9	18,5	30,6	53,6	59,3	74,1
Immobilisations nettes	4,7	12,4	38,7	35,3	50,7	70,4	72,4	83,2
dont écarts d'acquisition	-	-	-	-	-	-	-	-
dont financières	0,2	0,2	24,1	15,7	19,0	19,0	19,0	19,0
BFR	-2,1	-0,8	-0,7	-1,1	-1,1	2,2	5,9	9,9
Actif économique	2,3	11,4	13,9	18,5	30,6	53,6	59,3	74,1
Gearing (%)	6781,1%	149,0%	-46,2%	-47,1%	-39,1%	-1,3%	12,4%	33,9%
BFR/CA (%)	-2417,2%	-287,5%	-111,7%	-209,5%	-46,0%	35,0%	17,9%	17,0%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	3,5
ROE (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROACE (%) après IS normé	-	-	-	-	-	-	-	-

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-0,6	-1,0	-3,3	-4,0	-3,1	-2,8	0,6	5,9
Variation BFR	0,9	-1,4	-0,6	0,9	-1,8	-3,3	-3,7	-4,0
Investissements industriels	-3,6	-7,5	-2,5	-5,6	-11,9	-24,7	-6,3	-16,5
% du CA	4160,9%	2605,9%	398,4%	1101,6%	499,4%	399,7%	19,0%	28,3%
Cash Flow Libre	-3,2	-9,9	-6,4	-8,6	-16,7	-30,8	-9,4	-14,6
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	-20,0	9,8	-1,5	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	5,7	51,2	0,0	22,5	0,0	0,0	0,0
Autres	1,6	0,3	-4,3	6,5	-4,4	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-2,5	-4,4	39,5	-2,1	1,4	-30,9	-9,6	-15,0
Dettes financières nettes	2,5	6,9	-32,6	-30,5	-31,8	-0,9	8,6	23,6

Répartition du CA par produit (cible 2025)



Evolution CA et marge opérationnelle



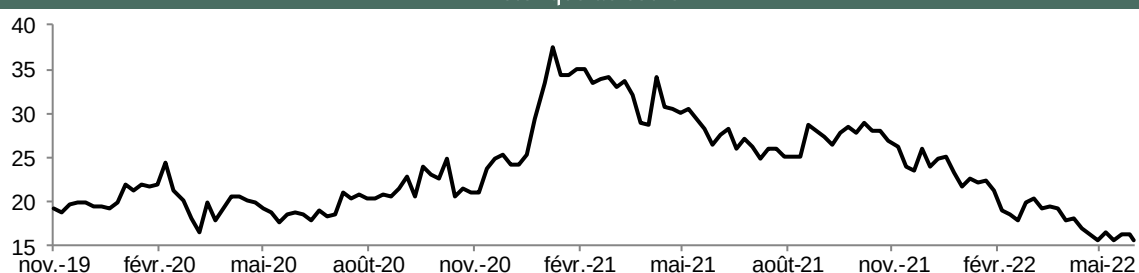
HOFFMANN GREEN

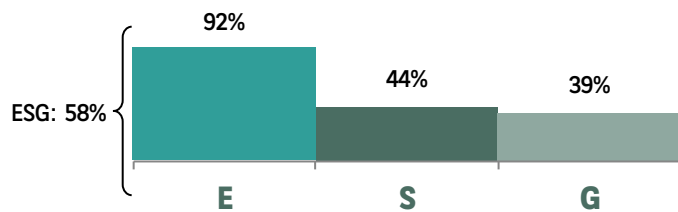
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,00	0,00	-0,65	-0,45	-0,40	-0,54	-0,26	-0,01
var. n/n-1	-	-	+ / ++	- / -	- / -	- / -	- / -	- / -
CFPA	-	-	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,4
ANPA	-	-	5,2	4,8	5,6	5,0	4,8	4,8
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	ns	ns	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	ns							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	-	-	ns	ns	ns	ns	ns	ns
PCF (x)	-	-	ns	ns	ns	ns	ns	ns
PAN (x)	-	-	3,7	4,4	5,2	3,1	3,2	3,3
VE/CA (x)	-	-	ns	ns	ns	ns	7,1	4,3
VE/EBE (x)	-	-	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE/ROP (x)	-	-	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Free Cash Flow Yield (%)	-	-	-2,4%	-3,0%	-4,0%	-13,6%	-4,2%	-6,4%
Rendement (%)	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	-	-	264,5	284,5	420,2	226,3	226,3	226,3
Valeur d'Entreprise (VE)	-	-	231,9	254,1	388,4	225,4	235,0	249,9
Cours de référence (€)	-	-	19,4	20,9	28,8	15,5	15,5	15,5
Nb de titres (Mio)	0,000	0,000	13,602	13,602	14,602	14,602	14,602	14,602
Nb de titres corrigé (Mio)	0,000	0,000	13,602	13,602	14,602	14,602	14,602	14,602
% de la dilution	ns	ns	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	21/10/2019							
Cours d'introduction ajusté	18,0 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA S1	-	-	0,0	0,1	0,5
ROP S1	-	-	-1,4	-2,9	-3,6
RN pdg corrigé S1	-	-	-1,0	-4,4	-2,7
Marge opérationnelle S1	-	-	ns	ns	ns
Marge nette S1	-	-	ns	ns	ns
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S2	-	-	0,6	0,4	-
ROP S2	-	-	-1,8	-3,1	-
RN pdg corrigé S2	-	-	-3,4	-1,7	-
Marge opérationnelle S2	-	-	ns	ns	-
Marge nette S2	-	-	ns	ns	-
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>					
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S1	-	-	- / +	+ / ++	+ / ++
CA S2	-	-	- / +	-30,8%	-
ROP S1	-	-	- / -	+ / ++	- / -
ROP S2	-	-	- / -	- / -	-

Historique de cours





HOFFMANN GREEN

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Oui	Oui	Oui	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Oui	Oui	Oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	35%	29%	33%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	ND	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	0,0%	0,0%	0,0%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	32%	47%	60%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	6	6	6	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	1	1	1	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Non	Non	Non	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	68%	68%	68%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



Cours : 19,21€ 14 Jun 2022

Objectif : 32,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME

Euronext Growth
FR0014001PM5 / HRS
ALHRS.PA / ALHRS FP
Euronext GROWTH

Oui

Capitalisation (M€)
Flottant (%)
Nbre de Titres (Mio)
Date de clôture

291,2
25,4%
15,161
30-Jun

Actionnariat
HOLDING HR
Flottant

74,6%
25,4%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	ns
PCF	ns	ns	ns
VE/CA	ns	13,2	9,2
VE/ROP	ns	ns	ns
PAN	7,5	4,3	4,3
Rendement	-	-	-
Free Cash Flow Yield	-1,4%	-3,8%	-4,2%
ROACE	ns	1,8%	ns

CA	10,5	19,1	28,7
CA précédent	10,5	19,1	28,7
var. n/n-1	309,0%	82,1%	50,4%
EBE	0,5	1,7	2,9
ROC	-0,2	0,4	0,0
% CA	-1,7%	2,1%	-0,1%
ROP	-0,2	0,4	0,0
% CA	-1,7%	2,1%	-0,1%
RN Pdg publié	-0,1	0,3	0,0
% CA	-1,4%	1,5%	-0,1%

BNPA	-0,01	0,02	0,00
BNPA précédent	-0,01	0,02	0,00
var. n/n-1	ns	ns	ns
BNPA Cor	-0,01	0,02	0,00
ANPA	4,5	4,5	4,5
Dividende net	-	-	-

DFN	-56,5	-38,6	-26,5

Nicolas Royot, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
nicolas.royot@bnpparibas.com

Toujours sur la bonne voie

Activité

Fort d'une gamme de produits fiables et performants et d'une base installée significative (près de 20% de part de marché en Europe), HRS ambitionne de devenir le leader européen de la conception et de la fabrication de stations à hydrogène. La société se concentre sur la recharge de la mobilité lourde, segment le plus porteur. HRS dispose d'une gamme de stations de ravitaillement en hydrogène de grande capacité (100kg à 500kg à date, bientôt 1t) adressant tous les types de véhicules (poids lourds, bus, voitures de tourisme, flottes captives...) et adaptée à tous les sourcing d'hydrogène (électrolyseurs, pipeline, trailers...).

Marché / Concurrence

L'un des débouchés les plus prometteurs de l'hydrogène décarboné est le secteur des transports. Parmi les véhicules les plus adaptés, citons les flottes captives et les véhicules lourds (bus, camions...) mais aussi les véhicules de tourisme et à moyen/long terme le train, l'avion et le bateau. Le véhicule hydrogène offre les qualités du thermique (autonomie, temps de recharge...) sans émission de polluants et de CO2. Le nombre de stations de ravitaillement en Europe, marché prioritaire d'HRS, pourrait passer de moins de 200 unités aujourd'hui à 1500 en 2025, 3 700 en 2030 (dont entre 400 et 1 000 en France) et 15 000 en 2040, ouvrant un large marché potentiel à HRS. Autre marché cible, l'Amérique du Nord pourrait compter jusqu'à 5 800 stations en 2030. Parmi les concurrents sur le marché européens, la plupart sont d'abord des fabricants d'électrolyseurs qui proposent aussi des stations (Nel, Mcphy). Citons également Linde, Maximator...

Stratégie / Perspectives

Les prises de commandes annoncées ces derniers mois (36 pour Gaussin, 8 dont 6 stations 1 t/j pour Hype avec 55 stations supplémentaires possibles, 1 pour Hopium...) portent le carnet de commandes à 70,1M€ fin avril 2022, pour un CA qui sera reconnu d'ici 2026, contre 9,3M€ de contrats signés il y a un an. La tendance se confirme : le pipeline de projets identifiés a fortement progressé depuis le début de l'exercice (+137%), pour atteindre 250M€ de commandes potentielles, soit le double du niveau enregistré à la clôture des comptes 2020/2021 (fin juin 21). Ces 250M€ se répartissent entre 48M€ de stations en sélection ou négociation finale, avec des finalisations qui pourraient intervenir dans les prochaines semaines, et 202M€ d'appels à projets. L'accélération de la demande pour les stations de grande capacité (1 ou 2 tonnes par jour) se confirme et HRS dispose désormais des unités prêtes à satisfaire ce besoin. Les partenariats annoncés (Haffner Energy, Burckhard Compression) ou en cours de finalisation (Engie, 15 projets d'ici 2025 étaient évoqués) vont soutenir le développement d'HRS dans les trimestres à venir. Le management vise un doublement du CA du segment Stations hydrogène au 30 juin 2022 (8,3M€ l'an dernier). A horizon du 30 juin 2025, HRS vise 100 nouvelles stations, 85M€ de chiffre d'affaires et environ 20% de marge opérationnelle.

Valorisation

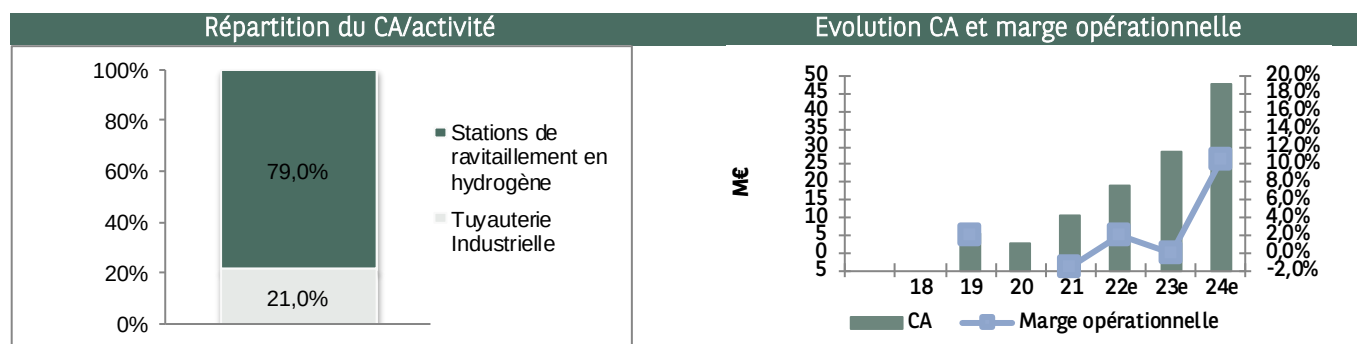
Objectif : 32,0€/action (DCF 37,9€ / Comparables 26,1€).

HRS

Exploitation	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	-	-	5,3	2,6	10,5	19,1	28,7	48,0
var. n/n-1	-	-	-/+	-51,5%	+/-	82,1%	50,4%	67,0%
var. organique	-	-	-	-	-	-	-	-
EBE	-	-	0,6	-0,8	0,5	1,7	2,9	9,0
ROC	-	-	0,1	-1,3	-0,2	0,4	0,0	5,0
var. n/n-1	-	-	-/+	+/-	- -/-	-/+	+/-	-/+
ROP	-	-	0,1	-1,3	-0,2	0,4	0,0	5,0
RCAI	-	-	0,1	-1,4	-0,1	0,4	0,0	5,0
IS	-	-	-	-	-	-	-	-
RN Pdg publié	-	-	0,1	-1,0	-0,1	0,3	0,0	3,7
RN Pdg corrigé	-	-	0,1	-1,0	-0,1	0,3	0,0	3,7
var. n/n-1	-	-	-/+	+/-	- -/-	-/+	+/-	-/+
Tmva CA 2019 / 2023e	52,7%							
Marge brute (%)	-	-	71,2%	70,7%	38,3%	36,4%	35,3%	37,7%
Marge opérationnelle (%)	-	-	2,0%	ns	-1,7%	2,1%	-0,1%	10,5%
Marge nette (%)	-	-	1,5%	-39,4%	-1,4%	1,5%	-0,1%	7,8%
Taux IS (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Frais de personnel / CA (%)	-	-	-24,5%	-50,0%	-19,9%	-16,4%	-16,3%	-13,6%
CA/effectif (K€)	-	-	196	88	276	-	-	-
var. n/n-1	-	-	-/+	-54,8%	+/-	-	-	-
Effectif moyen	-	-	27	29	38	-	-	-
var. n/n-1	-	-	-/+	7,4%	31,0%	-	-	-

Bilan	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	-	1,1	0,7	-0,3	67,9	68,2	68,2	71,9
Dettes financières nettes	-	3,7	4,1	4,6	-56,5	-38,6	-26,5	-24,9
Autres	-	-0,5	-0,3	-0,6	-0,7	-7,7	-7,7	-7,7
Capitaux investis	-	4,4	4,5	3,7	10,7	21,9	33,9	39,2
Immobilisations nettes	-	3,6	3,2	2,9	3,3	18,9	26,0	23,5
dont écarts d'acquisition	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	-	0,3	0,1	0,0	0,1	7,1	7,1	7,1
BFR	-	1,1	1,4	0,8	7,5	10,0	15,1	22,8
Actif économique	-	4,4	4,5	3,7	10,7	21,9	33,9	39,2
Gearing (%)	-	329,2%	583,3%	-1507,9%	-83,2%	-56,6%	-38,9%	-34,7%
BFR/CA (%)	-	-	26,7%	32,2%	71,5%	52,5%	52,5%	47,5%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	-	7,0	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	-	-	10,9%	ns	ns	0,4%	ns	5,2%
ROACE (%) après IS normé	-	-	1,4%	ns	ns	1,8%	ns	10,2%

Financement	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-	-	0,6	-0,5	0,5	1,6	3,0	7,7
Variation BFR	-	-	0,1	0,2	-6,7	-2,5	-5,1	-7,7
Investissements industriels	-	-	-0,3	-0,3	-0,8	-10,0	-10,0	-1,5
% du CA	-	-	6,1%	11,7%	7,9%	52,4%	34,8%	3,1%
Cash Flow Libre	-	-	0,3	-0,6	-7,0	-10,9	-12,1	-1,5
Cessions d'actifs	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-	-	0,2	0,0	0,0	-7,0	0,0	0,0
Dividendes	-	-	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	-	-	0,0	0,0	66,2	0,0	0,0	0,0
Autres	-	-	-4,2	0,1	1,9	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-	-	4,1	0,5	-61,1	17,9	12,1	1,5
Dettes financières nettes	-	-	4,1	4,6	-56,5	-38,6	-26,5	-24,9



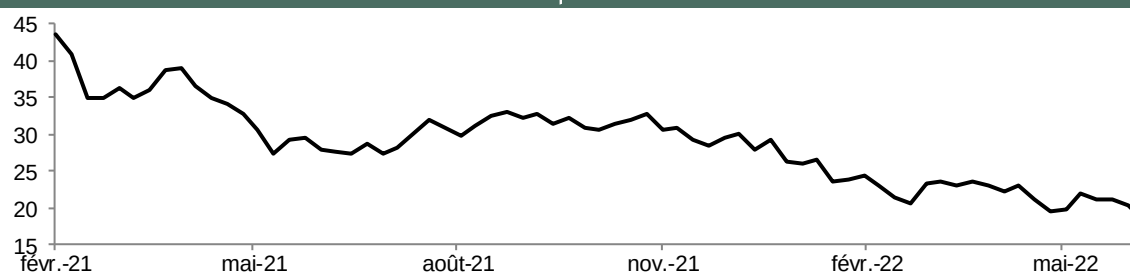
HRS

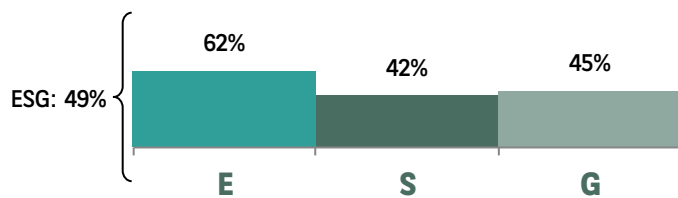
Données par action	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-	-	-	-0,08	-0,01	0,02	0,00	0,25
var. n/n-1	-	-	-	-/-	-/-	-/+	+/-	-/+
CFPA	-	-	-	0,0	0,0	0,1	0,2	0,5
ANPA	-	-	-	0,0	4,5	4,5	4,5	4,7
Dividende net (versé en n+1)	-	-	-	-	-	-	-	-
Payout (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Tmva BNPA 2019 / 2023e	-	-	-	-	-	-	-	-
Tmva CFPA 2019 / 2023e	-	-	-	-	-	-	-	-

Valorisation	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	-	-	-	-	ns	ns	ns	ns
PCF (x)	-	-	-	-	ns	ns	ns	ns
PAN (x)	-	-	-	-	7,5	4,3	4,3	4,1
VE/CA (x)	-	-	-	-	ns	13,2	9,2	5,6
VE/EBE (x)	-	-	-	-	ns	ns	ns	29,7
VE/ROP (x)	-	-	-	-	ns	ns	ns	ns
Free Cash Flow Yield (%)	-	-	-	-	-1,4%	-3,8%	-4,2%	-0,5%
Rendement (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Capitalisation (M€)	-	-	-	-	508,9	291,2	291,2	291,2
Valeur d'Entreprise (VE)	-	-	-	-	452,4	252,6	264,8	266,3
Cours de référence (€)	-	-	-	-	33,6	19,2	19,2	19,2
Nb de titres (Mio)	-	-	-	12,253	15,161	15,161	15,161	15,161
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	12,253	15,161	15,161	15,161	15,161
% de la dilution	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	09/02/2021							
Cours d'introduction ajusté	25,3 €							

Données intermédiaires	-	18	19	20	21	22	23	24
CA T1	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S1	-	-	-	1,4	2,8	4,6	-	-
ROP S1	-	-	-	-1,0	0,0	-	-	-
RN pdg corrigé S1	-	-	-	-0,8	0,0	-	-	-
Marge opérationnelle S1	-	-	-	ns	0,0%	-	-	-
Marge nette S1	-	-	-	ns	1,4%	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S2	-	-	-	1,2	7,7	-	-	-
ROP S2	-	-	-	-0,4	-0,2	-	-	-
RN pdg corrigé S2	-	-	-	-0,2	-0,2	-	-	-
Marge opérationnelle S2	-	-	-	-29,1%	-2,4%	-	-	-
Marge nette S2	-	-	-	-17,0%	-2,4%	-	-	-
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>								
CA T1	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S1	-	-	-	-/+	+ /++	63,8%	-	-
CA S2	-	-	-	-/+	+ /++	-	-	-
ROP S1	-	-	-	- /-	-100,0%	-	-	-
ROP S2	-	-	-	- /-	- /-	-	-	-

Historique de cours





HRS

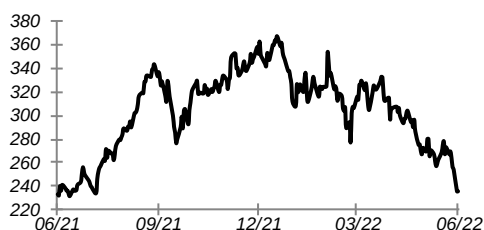
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Oui	Oui	Oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	7,9%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	ND	
Part des personnes en situation de handicap	ND	0,0%	0,0%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	39%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	Depuis septembre 2021
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	Plan actions gratuite post IPO
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	0	0	0	
Taux d'absentéisme	ND	3,0%	4,7%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	83,5	10,5	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Non	Non	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	ND	ND	5	
<i>dont indépendants</i>	ND	ND	4	
<i>dont femmes</i>	ND	ND	1	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	100%	
Comité d'audit	Non	Non	Non	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	100%	100%	75%	Dirigeant Fondateur
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Non	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	100%	9,0%	Honoraires liés à l'IPO



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

ID LOGISTICS

Services aux entreprises



Cours : 235,50€ 14 Jun 2022

Objectif : 400,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Eligibilité PEA-PME

Euronext
FR0010929125 / IDL
IDLA.PA / IDL:FP
CAC Small
Non

Capitalisation (M€)
Flottant (%)
Nbre de Titres (Mio)
Date de clôture

1 336,2
39,9%
5,674
31-Déc

Actionnariat

Eric Hémar
Christophe Satin
Autres
Public

52,3%
4,6%
3,2%
39,9%

	21	22e	23e
PER	41,6	25,1	21,6
PCF	19,1	12,0	9,9
VE/CA	0,9	0,7	0,6
VE/ROP	25,9	16,1	13,3
PAN	6,5	4,6	3,8
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	1,5%	1,5%	2,9%
ROACE	15,0%	14,7%	13,1%

	1 910,9	2 384,5	2 678,8
CA	1 910,9	2 384,5	2 678,8
CA précédent	1 910,9	2 307,8	2 596,0
var. n/n-1	16,2%	24,8%	12,3%
EBE	270,5	346,7	395,2
ROC	75,5	110,2	125,9
% CA	4,0%	4,6%	4,7%
ROP	64,3	104,0	124,5
% CA	3,4%	4,4%	4,6%
RN Pdg publié	33,0	53,9	66,7
% CA	1,7%	2,3%	2,5%

BNPA	5,48	8,95	11,07
BNPA précédent	5,41	8,64	10,74
var. n/n-1	25,4%	63,4%	23,6%
BNPA Cor	6,55	9,37	10,90
ANPA	42,1	51,1	62,2
Dividende net	0,00	0,00	0,00

DFN	105,1	320,1	285,8

Yann de Peyrelongue, Analyste Financier
Nicolas Royot
+33 (0)1 40 17 50 39
yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com

Digérer avant de se resservir

Activité

ID Logistics opère sur le segment de la logistique contractuelle et offre 1/ des services d'entrepôt (gestion des stocks, préparation de commandes...), 2/ l'organisation de transport, 3/ l'optimisation de la supply chain (mise en place de logiciels, pilotages de flux amont/aval...), 4/ des projets clés en main (entrepôt), et de manière très marginale, 5/ le transport (5% du CA). Géographiquement, le chiffre d'affaires est équitablement réparti entre la France (41% du CA 2021) et l'International (59% du CA 2021), avec une contribution au ROC plus forte à l'International (57% du ROC) malgré une marge plus faible (3,8% vs 4,2% en France).

Marché / Concurrence

Le marché de la logistique contractuelle est très fragmenté et composé d'une multitude d'acteurs familiaux. Parmi les grands du secteur, nous pouvons noter des acteurs globaux qui agissent sur la logistique générale à savoir le transport (freight forwarding + transport routier) et la logistique contractuelle : Geodis, Kuehne & Nagel, DHL ou encore Bollore Logistics, les acteurs hybrides gérant le transport routier et la logistique contractuelle (XPO Logistics, STEF, GEFICO), et enfin les pure-players de la logistique contractuelle avec FM Logistics comme principal comparable en France et l'américain GXO Logistics globalement. ID Logistics opère principalement sur les marchés finaux de la distribution (c.41% du CA), des FMCG (c.14% du CA) et sur le e-commerce grandissant (28% du CA 2021 vs 10% du CA en 2015).

Stratégie / Perspectives

La stratégie d'ID Logistics s'articule autour de 1/ l'accompagnement des clients à l'international, 2/ l'approche mono-client et 3/ la participation à la consolidation du marché (GVT, Colisweb et Kane Logistics aux USA dernièrement). Pour 2022, le management anticipe 15 à 20 ouvertures de sites, correspondant à c.7-8% de croissance organique. Nous anticipons une marge opérationnelle courante de 4,6% grâce à une amélioration de l'international et des contrats débutés en 2020 (18) et 2021 (22). Dans la consolidation du secteur, ID Logistics vise Les Etats-Unis et l'Europe du Nord avec un focus sur le Benelux ou l'Allemagne. En 2022, le groupe se concentrera sur l'intégration des acquisitions réalisées en 2021/22.

A fin 2022, nous estimons le levier du groupe à 2,0x, ce qui lui laisse une latitude pour faire une nouvelle acquisition aux USA qui finirait de positionner ID Logistics comme un acteur local majeur.

Valorisation

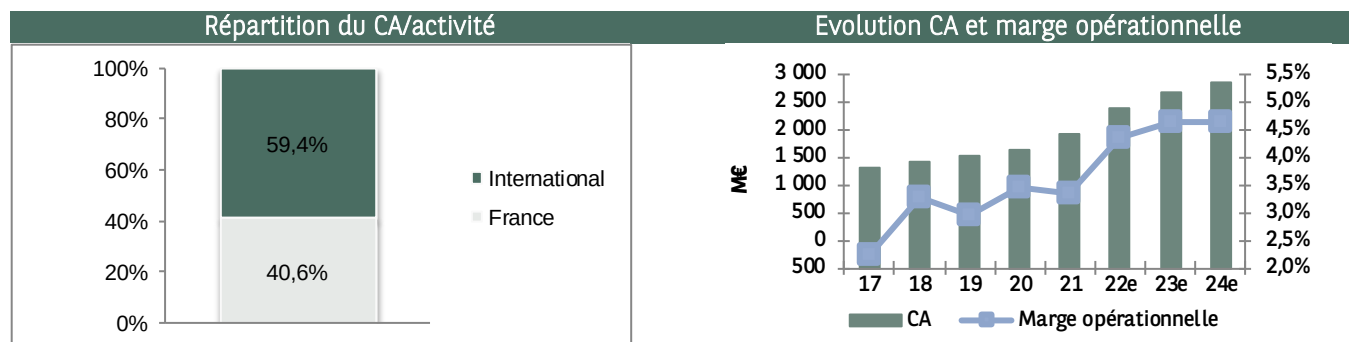
Nous valorisons ID Logistics via DCF (400€). Relativement à son meilleur comparable (GXO Logistics), le titre se traite actuellement avec une prime >10%.

ID LOGISTICS

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	1 329,3	1 410,3	1 534,2	1 643,9	1 910,9	2 384,5	2 678,8	2 870,8
var. n/n-1	24,2%	6,1%	8,8%	7,1%	16,2%	24,8%	12,3%	7,2%
var. organique	8,3%	9,3%	10,0%	5,0%	17,0%	7,0%	7,1%	7,2%
EBE	63,1	74,1	205,1	224,8	270,5	346,7	395,2	428,5
ROC	36,8	47,3	54,0	61,6	75,5	110,2	125,9	134,8
var. n/n-1	31,9%	28,6%	14,1%	14,1%	22,6%	45,9%	14,3%	7,0%
ROP	29,9	46,0	45,4	56,9	64,3	104,0	124,5	133,4
RCAI	24,7	41,3	30,0	45,0	51,0	85,7	105,0	113,1
IS	-1,3	-6,6	-7,2	-9,6	-11,7	-20,4	-25,2	-27,3
RN Pdg publié	16,2	25,3	14,8	26,2	33,0	53,9	66,7	72,0
RN Pdg corrigé	21,1	24,2	18,2	27,3	39,5	56,5	65,7	71,0
var. n/n-1	64,9%	14,8%	-25,0%	50,0%	44,8%	43,1%	16,3%	8,1%
Tmva CA 2019 / 2023e	15,0%							
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	2,2%	3,3%	3,0%	3,5%	3,4%	4,4%	4,6%	4,6%
Marge nette (%)	1,6%	1,7%	1,2%	1,7%	2,1%	2,4%	2,5%	2,5%
Taux IS (%)	5,3%	16,0%	23,9%	21,3%	22,8%	23,8%	24,0%	24,1%
Frais de personnel / CA (%)	38,3%	37,5%	37,7%	35,6%	34,7%	38,0%	38,0%	38,0%
CA/effectif (K€)	75	72	76	76	78	-	-	-
var. n/n-1	23,8%	-3,1%	5,4%	0,2%	2,5%	-	-	-
Effectif moyen	17 820	19 516	20 142	21 543	24 442	-	-	-
var. n/n-1	0,4%	9,5%	3,2%	7,0%	13,5%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	153,7	179,4	193,0	216,6	253,9	307,8	374,4	446,4
Dettes financières nettes	63,4	63,0	89,2	61,0	105,1	320,1	285,8	245,2
Autres	30,2	30,0	34,6	41,4	43,0	43,0	43,0	43,0
Capitaux investis	255,9	282,8	327,8	331,5	415,2	691,5	733,0	774,2
Immobilisations nettes	295,0	321,4	358,4	366,1	462,2	737,3	784,3	829,3
dont écarts d'acquisition	191,6	195,2	196,5	193,4	249,8	249,8	249,8	249,8
dont financières	24,1	22,3	27,3	29,0	31,2	266,2	271,8	277,4
BFR	-39,1	-38,6	-30,6	-34,6	-47,0	-45,7	-51,4	-55,1
Actif économique	255,9	282,8	327,8	331,5	415,2	691,5	733,0	774,2
Gearing (%)	39,1%	33,2%	43,7%	26,6%	39,3%	97,5%	70,7%	50,5%
BFR/CA (%)	-2,9%	-2,7%	-2,0%	-2,1%	-2,5%	-1,9%	-1,9%	-1,9%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,0	0,9	0,4	0,3	0,4	0,9	0,7	0,6
ROE (%)	10,5%	14,1%	7,7%	12,1%	13,0%	17,5%	17,8%	16,1%
ROACE (%) après IS normé	13,7%	13,9%	12,1%	13,8%	15,0%	14,7%	13,1%	13,3%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	36,5	59,8	54,5	69,0	85,9	118,0	142,8	158,7
Variation BFR	-12,8	-1,7	-1,4	6,6	22,3	-1,3	5,6	3,7
Investissements industriels	-38,5	-58,7	-67,1	-59,3	-83,7	-95,4	-107,2	-114,8
% du CA	2,9%	4,2%	4,4%	3,6%	4,4%	4,0%	4,0%	4,0%
Cash Flow Libre	-14,8	-0,6	-14,0	16,4	24,4	21,3	41,3	47,5
Cessions d'actifs	5,7	0,9	6,3	1,9	1,3	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-3,9	-1,4	-13,3	0,0	-66,6	-236,4	-7,0	-7,0
Dividendes	-0,5	-1,4	-1,4	-1,3	-2,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,8	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,4	0,4	-3,8	11,2	-1,1	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	12,3	-0,4	26,2	-28,1	44,0	215,0	-34,3	-40,5
Dettes financières nettes	63,4	63,0	89,2	61,0	105,1	320,1	285,8	245,2



ID LOGISTICS

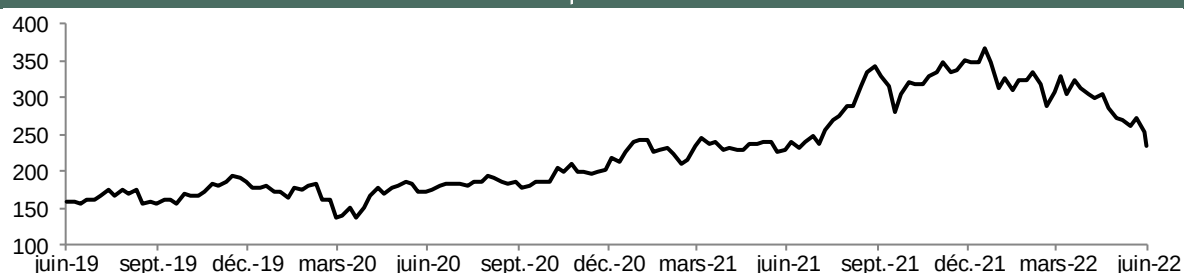
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	2,72	4,25	2,48	4,37	5,48	8,95	11,07	11,95
var. n/n-1	64,9%	14,6%	-25,2%	49,3%	44,4%	43,1%	16,3%	8,1%
CFPA	6,1	10,0	9,1	11,5	14,3	19,6	23,7	26,3
ANPA	25,8	30,1	32,3	36,0	42,1	51,1	62,2	74,1
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	37,6%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	27,0%							

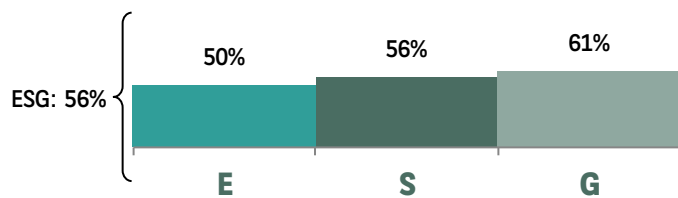
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	39,0	35,0	52,3	39,8	41,6	25,1	21,6	20,0
PCF (x)	22,6	14,2	17,4	15,7	19,1	12,0	9,9	8,9
PAN (x)	5,4	4,7	4,9	5,0	6,5	4,6	3,8	3,2
VE/CA (x)	0,6	0,6	0,6	0,7	0,9	0,7	0,6	0,6
VE/EBE (x)	13,4	11,8	4,9	4,9	6,1	4,8	4,2	3,8
VE/ROP (x)	28,3	19,0	21,9	19,2	25,9	16,1	13,3	12,1
Free Cash Flow Yield (%)	-1,8%	-0,1%	-1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	2,9%	3,4%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	774,4	799,5	896,9	1 019,2	1 544,2	1 334,8	1 334,8	1 334,8
Valeur d'Entreprise (VE)	846,4	872,9	997,0	1 092,8	1 662,5	1 675,5	1 650,3	1 619,5
Cours de référence (€)	138,4	142,1	159,0	180,4	272,4	235,5	235,5	235,5
Nb de titres (Mio)	5,595	5,625	5,639	5,649	5,668	5,668	5,668	5,668
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	6,4%	6,0%	6,1%	6,4%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Date d'introduction	18/04/2012							
Cours d'introduction ajusté	21,0 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	321,9	327,1	358,1	392,5	435,7	539,0
CA T2	336,4	353,3	386,4	384,1	457,4	
CA S1	658,3	680,4	744,5	776,6	893,1	
ROP S1	6,0	14,3	18,8	17,9	27,1	
RN pdg corrigé S1	5,5	8,4	7,7	8,8	12,4	
Marge opérationnelle S1	0,9%	2,1%	2,5%	2,3%	3,0%	
Marge nette S1	0,8%	1,2%	1,0%	1,1%	1,4%	
CA T3	328,6	355,9	384,2	412,1	468,2	
CA T4	342,4	374,0	405,5	454,1	549,6	
CA S2	671,0	729,9	789,7	867,3	1 017,8	
ROP S2	23,9	31,7	26,6	39,0	37,2	
RN pdg corrigé S2	19,9	21,8	16,2	18,4	27,0	
Marge opérationnelle S2	3,6%	4,3%	3,4%	4,5%	3,7%	
Marge nette S2	3,0%	3,0%	2,0%	2,1%	2,7%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	45,3%	1,6%	9,5%	9,6%	11,0%	23,7%
CA T2	40,5%	5,0%	9,4%	-0,6%	19,1%	
CA T3	20,2%	8,3%	8,0%	7,3%	13,6%	
CA T4	2,0%	9,2%	8,4%	12,0%	21,0%	
CA S1	42,8%	3,4%	9,4%	4,3%	15,0%	
CA S2	10,1%	8,8%	8,2%	9,8%	17,4%	
ROP S1	-57,1%	+ / ++	31,5%	-4,8%	51,5%	
ROP S2	53,2%	32,7%	-16,2%	46,8%	-4,7%	

Historique de cours





ID LOGISTICS

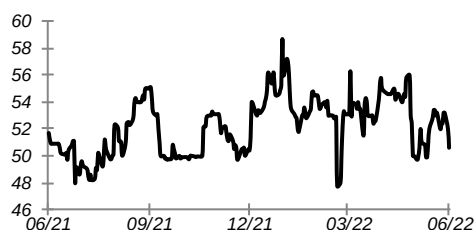
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	72,4	70,5	63,2	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	29%	31%	32%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	88	89	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	2,3%	2,1%	2,1%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Oui	Oui	Oui	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	186 431	180 235	3,18% du capital, 3,65% des droits de vote
Taux d'absentéisme	5,8%	6,7%	6,4%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	22,3	18,4	18,6	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	Oui	Oui	Oui	Middenext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	8	8	8	
<i>dont indépendants</i>	3	3	4	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	100%	100%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	72%	72%	72%	Concert Eric Hémar (PDG) et Christophe Satin (DGD)
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	10% sur 2021 / mise en place en 2022 pour les patrons de pays
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	Objectif 2022 : 80% des fournisseurs et 95% des achats
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	96%	99%	96%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

INFOTEL

ESN _ Conseil en technologie



Cours : 50,60€ 14 Juin 2022

Objectif : 55,20€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000071797 / INF
Reuters / Bloomberg	ETOF.FP / INF FP
Indice	CAC Small
Contrat de prestation analyse	
Eligibilité PEA-PME	Oui
Capitalisation (M€)	348,7
Flottant (%)	61,4%
Nbre de Titres (Mio)	6,891
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Bernard Connes-Lafforet	27,1%
Autres dirigeants	11,5%
Public	61,4%
Autocontrôle	0,1%

	21	22e	23e
PER	24,4	19,7	17,9
PCF	13,6	13,1	12,3
VE/CA	0,9	0,8	0,7
VE/ROP	10,3	8,7	7,8
PAN	3,2	3,2	2,9
Rendement	3,3%	3,1%	2,5%
Free Cash Flow Yield	5,9%	4,4%	4,4%
ROACE	46,6%	61,4%	59,4%

	263,4	287,1	307,9
CA	263,4	287,1	307,8
CA précédent	263,4	287,1	307,8
var. n/n-1	12,0%	9,0%	7,2%
EBE	30,3	35,2	37,7
ROC	21,9	27,1	29,6
% CA	8,3%	9,4%	9,6%
ROP	21,9	27,1	29,6
% CA	8,3%	9,4%	9,6%
RN Pdg publié	13,7	17,7	19,4
% CA	5,2%	6,2%	6,3%

	1,99	2,57	2,82
BNPA	1,99	2,57	2,82
BNPA précédent	1,98	2,58	2,83
var. n/n-1	42,3%	29,0%	9,9%
BNPA Cor	1,99	2,57	2,82
ANPA	15,0	16,0	17,5
Dividende net	1,57	1,28	1,41

	-107,8	-112,1	-118,4
DFN	-107,8	-112,1	-118,4

Maxence Dhoury, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 12
maxence.dhoury@bnpparibas.com

Ne compte pas ralentir

Activité

Infotel est une entreprise de services informatiques (97% CA) ainsi qu'un éditeur de logiciels (3% CA mais ~15% du ROP ces dernières années), notamment spécialiste des bases de données. Le groupe étant compétitif sur les grosses infrastructures informatiques, sa clientèle est essentiellement composée de grands comptes (Airbus, BNP Paribas, PSA...) qu'il a su fidéliser dans la durée. Infotel est encore essentiellement présent en France (88% CA) mais la part de l'international, notamment avec un développement au UK, a vocation à croître progressivement.

Marché / Concurrence

Structurellement porteur du fait du vaste mouvement de transformation numérique des organisations, le secteur a temporairement souffert de la crise sanitaire, notamment du fait du poids important dans la demande d'acteurs dont la rentabilité a été attaquée (aéronautique, tourisme, banques...). Le marché français des ESN a ainsi baissé de 4,2% en 2020 selon Numeum, soit la première contraction depuis 2013, mais a depuis nettement rebondi (2021 +4,4%). La crise a en effet eu un rôle d'accélérateur de la numérisation (développement du télétravail, digitalisation de la relation clients, etc.). Cela a plus que jamais remis au centre du jeu la question du recrutement et de la rétention des talents.

Stratégie / Perspectives

Affichant un solide track-record de croissance organique et de rentabilité élevé, Infotel a subi lors de la crise sanitaire un choc sur son activité plus violent que la moyenne du secteur du fait de son exposition clients, notamment avec un cumul Airbus et Air France qui représentait près d'un quart du CA en 2019. Au final, ce choc a été surmonté grâce à des gains de parts de marché auprès de ces clients impactés (Infotel demeurant un fournisseur clé après un resserrement du panel) et grâce à un développement accéléré auprès d'autres grands comptes. Le recul d'activité est ainsi contenu à 5% en 2020 avant de connaître un rebond de 12% en 2021 pour quasiment rejoindre la trajectoire d'avant-crise. Fort de cette base saine, Infotel a présenté en mars 2022 un nouveau plan à horizon 2026 qui prévoit la poursuite de la stratégie éprouvée avec deux compléments : 1/ un zeste d'offshore (>300 personnes dans trois ans vs 80 début 2022, Maroc et Inde), plus dans une logique capacitaire que de coûts (même si cela peut évidemment répondre aux éventuelles pressions sur les prix), et 2/ la redynamisation de l'activité logicielle dans la lignée de l'orientation prise avec Orlando vers les logiciels applicatifs. Cela doit permettre de dépasser, en 2026, 380M€ de CA (CAGR >7,6% dont proche de 15% pour les logiciels) et 10% de MOC (>+170bp vs 2021), grâce à la non-reconduction du programme d'actions gratuites (100bp) et de différents effets positifs sur le mix d'activité (un peu plus de centres de services, de logiciels, de conseil et d'offshore).

Valorisation

Post-détachement du dividende et après actualisation des paramètres de valorisation, nous maintenons notre recommandation Conserver (3) avec un objectif relevé de 53,6€ à 55,2€ (comparables 51,5€, DCF 53,6€ et prime ESG de 5%).

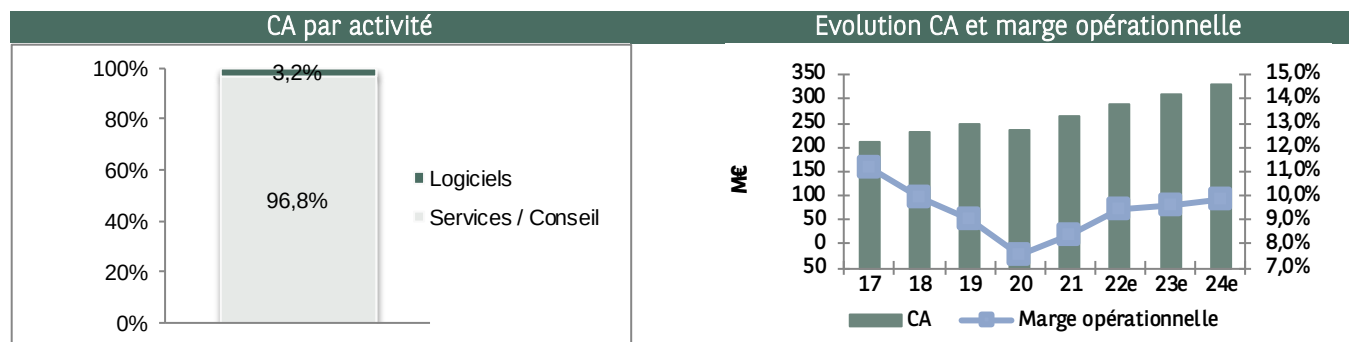
La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 07/06/2022 - 16:22 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

INFOTEL

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	209,3	231,7	248,4	235,2	263,4	287,1	307,9	329,9
var. n/n-1	9,9%	10,7%	7,2%	-5,3%	12,0%	9,0%	7,2%	7,2%
var. organique	9,9%	10,7%	6,3%	-5,3%	12,0%	9,0%	7,2%	7,2%
EBE	26,9	26,0	28,7	24,6	30,3	35,2	37,7	40,6
ROC	23,4	22,7	22,4	16,8	21,9	27,1	29,6	32,6
var. n/n-1	7,1%	-2,8%	-1,3%	-25,2%	31,0%	23,4%	9,4%	9,9%
ROP	23,3	23,0	22,4	17,8	21,9	27,1	29,6	32,6
RCAI	23,3	23,1	22,3	17,3	21,6	26,8	29,4	32,4
IS	-7,3	-7,9	-9,0	-7,7	-7,2	-8,4	-9,2	-10,1
RN Pdg publié	15,8	15,1	13,0	9,4	13,7	17,7	19,4	21,5
RN Pdg corrigé	15,8	15,1	13,0	9,4	13,7	17,7	19,4	21,5
var. n/n-1	15,2%	-4,5%	-14,1%	-27,4%	45,6%	29,0%	9,9%	10,6%
Tmva CA 2019 / 2023e	5,5%							
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	11,1%	9,9%	9,0%	7,6%	8,3%	9,4%	9,6%	9,9%
Marge nette (%)	7,5%	6,5%	5,2%	4,0%	5,2%	6,2%	6,3%	6,5%
Taux IS (%)	31,5%	34,0%	40,4%	44,3%	33,4%	31,4%	31,3%	31,2%
Frais de personnel / CA (%)	46,1%	43,7%	42,4%	44,4%	41,6%	41,5%	41,7%	41,8%
CA/effectif (K€)	132	136	144	139	155	-	-	-
var. n/n-1	-1,2%	2,7%	6,2%	-4,1%	11,6%	-	-	-
Effectif moyen	1 580	1 703	1 719	1 698	1 704	-	-	-
var. n/n-1	11,2%	7,8%	0,9%	-1,2%	0,4%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	81,1	87,1	92,1	97,9	103,2	110,0	120,6	132,4
Dettes financières nettes	-64,3	-72,8	-74,6	-99,1	-107,8	-112,1	-118,4	-131,3
Autres	1,0	1,1	16,7	34,4	31,9	31,9	31,9	31,9
Capitaux investis	18,3	15,8	34,9	33,9	28,7	31,8	36,7	36,1
Immobilisations nettes	21,4	23,4	42,6	58,2	55,8	55,5	55,4	55,9
dont écarts d'acquisition	11,0	11,0	11,4	11,4	11,9	11,9	11,9	11,9
dont financières	2,4	2,4	3,5	3,2	3,3	3,3	3,3	3,3
BFR	-0,7	-5,2	-4,2	-21,1	-23,8	-20,3	-15,4	-16,5
Actif économique	18,3	15,8	34,9	33,9	28,7	31,8	36,7	36,1
Gearing (%)	-78,8%	-83,3%	-80,4%	-100,4%	-103,1%	-100,1%	-96,1%	-96,9%
BFR/CA (%)	-0,4%	-2,3%	-1,7%	-9,0%	-9,0%	-7,1%	-5,0%	-5,0%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	19,5%	17,3%	14,1%	9,6%	13,3%	16,1%	16,1%	16,2%
ROACE (%) après IS normé	78,0%	89,3%	52,6%	28,8%	46,6%	61,4%	59,4%	61,6%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	18,7	18,2	21,6	21,5	24,5	26,5	28,3	30,3
Variation BFR	3,2	4,4	-0,8	17,6	2,5	-3,5	-4,9	1,1
Investissements industriels	-2,2	-4,8	-6,5	-6,9	-7,2	-7,8	-8,0	-8,6
% du CA	1,0%	2,1%	2,6%	2,9%	2,7%	2,7%	2,6%	2,6%
Cash Flow Libre	19,7	17,8	14,4	32,3	19,9	15,3	15,3	22,9
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	-1,7	-1,4	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-6,7	-7,7	-10,6	-7,1	-10,9	-10,8	-8,8	-9,7
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,1	0,0	-0,6	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Variation dettes financières nettes	-12,9	-8,5	-1,8	-24,6	-8,6	-4,3	-6,3	-13,0
Dettes financières nettes	-64,3	-72,8	-74,6	-99,1	-107,8	-112,1	-118,4	-131,3



INFOTEL

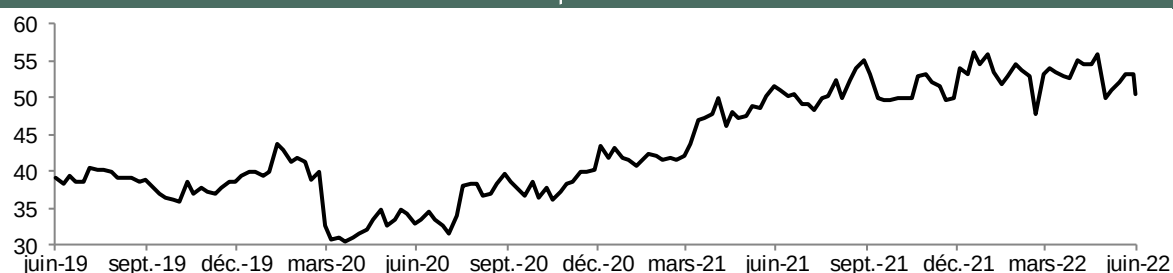
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	2,29	2,27	1,95	1,40	1,99	2,57	2,82	3,12
var. n/n-1	15,2%	-1,2%	-14,1%	-28,2%	42,3%	29,0%	9,9%	10,6%
CFPA	2,7	2,7	3,2	3,2	3,6	3,8	4,1	4,4
ANPA	11,8	13,1	13,8	14,5	15,0	16,0	17,5	19,2
Dividende net (versé en n+1)	1,11	1,60	1,06	1,62	1,57	1,28	1,41	0,00
Payout (%)	48,4%	70,6%	54,5%	115,9%	78,8%	50,0%	50,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	9,7%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	6,0%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	20,4	21,9	19,8	26,3	24,4	19,7	17,9	16,2
PCF (x)	17,3	18,2	11,9	11,5	13,6	13,1	12,3	11,5
PAN (x)	4,0	3,8	2,8	2,5	3,2	3,2	2,9	2,6
VE/CA (x)	1,2	1,1	0,7	0,6	0,9	0,8	0,7	0,7
VE/EBE (x)	9,6	9,9	6,3	6,0	7,5	6,7	6,1	5,3
VE/ROP (x)	11,1	11,2	8,1	8,3	10,3	8,7	7,8	6,7
Free Cash Flow Yield (%)	6,1%	5,4%	5,6%	13,0%	5,9%	4,4%	4,4%	6,6%
Rendement (%)	2,1%	2,2%	4,2%	2,9%	3,3%	3,1%	2,5%	2,8%
Capitalisation (M€)	322,7	330,7	256,4	247,6	334,4	348,7	348,7	348,7
Valeur d'Entreprise (VE)	258,5	257,9	181,8	148,5	226,7	236,6	230,3	217,3
Cours de référence (€)	46,8	49,7	38,5	36,8	48,5	50,6	50,6	50,6
Nb de titres (Mio)	6,891	6,657	6,657	6,734	6,891	6,891	6,891	6,891
Nb de titres corrigé (Mio)	6,891	6,657	6,657	6,732	6,889	6,888	6,888	6,888
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	21/01/1999							
Cours d'introduction ajusté	-							

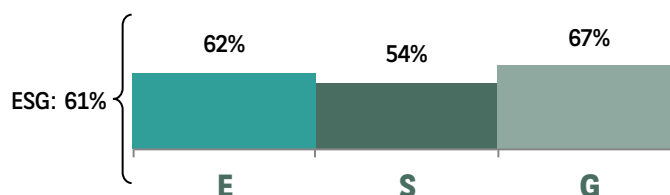
Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	52,7	58,8	62,9	66,0	64,6
CA T2	50,6	56,4	59,5	52,5	64,6
CA S1	103,3	115,2	122,3	118,4	129,1
ROP S1	11,1	10,9	9,5	9,0	10,2
RN pdg corrigé S1	7,1	7,1	5,0	4,8	6,3
Marge opérationnelle S1	10,8%	9,4%	7,8%	7,6%	7,9%
Marge nette S1	6,9%	6,1%	4,1%	4,0%	4,9%
CA T3	49,0	55,7	60,3	54,4	62,9
CA T4	57,0	60,9	65,8	62,4	71,4
CA S2	106,0	116,5	126,0	116,8	134,3
ROP S2	12,1	12,2	12,9	8,8	11,7
RN pdg corrigé S2	8,7	8,0	8,0	4,6	7,4
Marge opérationnelle S2	11,5%	10,4%	10,2%	7,5%	8,7%
Marge nette S2	8,2%	6,9%	6,3%	4,0%	5,5%

Taux de croissance (n/n-1)					
CA T1	11,8%	11,6%	6,9%	5,0%	-2,1%
CA T2	4,9%	11,3%	5,6%	-11,8%	23,1%
CA T3	10,3%	13,8%	8,3%	-9,8%	15,7%
CA T4	12,4%	6,8%	8,0%	-5,2%	14,4%
CA S1	8,3%	11,5%	6,2%	-3,2%	9,0%
CA S2	11,4%	9,9%	8,2%	-7,3%	15,0%
ROP S1	8,7%	-2,4%	-12,4%	-5,2%	13,4%
ROP S2	9,4%	0,2%	5,7%	-31,7%	33,5%

Historique de cours



INFOTEL



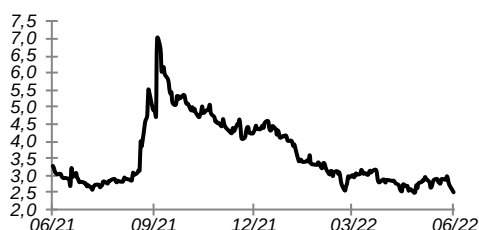
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	0,3	0,3	0,3	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	89	94	89	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	0,5%	1,0%	1,6%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	16%	9,0%	11%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	PEE
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	238	
Taux d'absentéisme	2,7%	2,8%	2,5%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	Middledenext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	5	6	6	
<i>dont indépendants</i>	2	2	2	
<i>dont femmes</i>	2	2	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	100%	100%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	En réflexion
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	39%	38%	38%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	NA	NA	NA	Pas de rémunération variable
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	NA	NA	NA	Pas de rémunération variable
Ratio d'équité (salaire médian)	5,5	5,4	5,5	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	ISO 9001
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	95%	95%	95%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

INNATE PHARMA

Biotech _ Pharma



Cours : 2,51€

14 Juin 2022

Objectif : 7,30€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0010331421 / IPH
Reuters / Bloomberg	IPH.PA / IPH:FP
Indice	CAC Small
Eligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	200,2
Flottant (%)	67,3%
Nbre de Titres (Mio)	79,754
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Novo Nordisk	13,9%
AstraZeneca	9,8%
Bpifrance Participations	6,9%
Autres	1,9%

	21	22e	23e
Cash Flow Libre	-69,7	35,7	45,6
Inv. financiers	0,0	0,0	0,0
Augmentation capital	0,0	0,0	0,0
Var Trésorerie	-60,4	58,6	45,9
Trésorerie nette	89,1	147,7	193,5
Trésorerie nette/action	1,68	2,78	3,65

Prod. d'exploitation	24,7	308,6	248,9
ROP	-47,8	125,2	71,5
% Prod. exploitation	ns	40,6%	28,7%
RN pdg publié	-45,5	93,9	53,6
% Prod. exploitation	ns	30,4%	21,5%

Un potentiel qui peine à se concrétiser

Activité

Innate Pharma est une société de biotechnologie concevant et développant des anticorps thérapeutiques innovants qui exploitent le système immunitaire inné, dans l'objectif d'améliorer la prise en charge des cancers. La société possède un large portfolio de candidats-médicaments propriétaires, ou développés en collaboration avec des entreprises pharmaceutiques.

Marché / Concurrence

Innate Pharma évolue dans le marché de l'immuno-oncologie. Estimé à 14Md\$ en 2019, ce marché en plein boom pourrait plus que doubler et atteindre 34Md\$ en 2024 selon GlobalData. Principal territoire en termes de revenus, les USA représentent environ 50% de ce marché. Le marché sera principalement porté par l'utilisation croissante d'anticorps monoclonaux et plus particulièrement les check point inhibitors (CPI) dont l'utilisation se généralise à un très grand nombre de cancers ou de lignes de traitements. Ces produits sont généralement des multi-blockbusters, avec en tête l'Opdivo® de BMS et le Keytruda® de Merck & Co, pour lesquels les ventes se sont respectivement portées à 8,8Md\$ et 17,2Md\$ en 2021. Les produits d'Innate Pharma peuvent être utilisés en monothérapie ou en combinaison avec des CPI, ce qui élargie considérablement leur potentiel de marché.

Stratégie / Perspectives

Innate évolue progressivement vers un modèle de pharma intégrée. La société capitalise sur sa plateforme technologique pour développer un portefeuille de produits best-in-class en propre ou en partenariat avec des groupes pharmaceutiques. Les partenariats permettent de limiter les coûts de développement tout en valorisant des actifs avec des perspectives de marché significatives. Concernant le pipeline, quatre programmes sont en clinique : le Monalizumab (tumeurs solides), Lacutamab (MF et SS), Avdoralumab (maladies inflammatoires) et l'IPH6101 (cancers hématologiques réfractaires ou récidivants) actuellement évalué en phase I/II par Sanofi. La division en deux des 100M\$ de milestone au titre du lancement de la phase III de Monalizumab pèse toujours sur le titre à ce jour. Toutefois, selon le calendrier annoncé, AZN devrait dévoiler les résultats intermédiaires de cette phase III et verser 50M\$ supplémentaires à Innate d'ici la fin du T3 2022. En revanche, la bonne nouvelle vient du Monalizumab dans l'indication du cancer des poumons en combinaison avec le Durvalumab. En effet, suite à de bons résultats de phase II publiés en septembre 2021, Innate Pharma a reçu 50M\$ de la part d'AZN pour l'inclusion du premier patient de PACIFIC-9 (phase III ; NSCLC). Par ailleurs, la plateforme propriétaire ANKET™ a vu son premier produit entrer en clinique dans le cadre du partenariat avec Sanofi. En effet, en décembre 2021, Sanofi a inclus le premier patient dans une étude de phase I/II évaluant IPH6101 dans trois indications de cancers du sang (LMA, LLA, MDS) afin d'évaluer la sécurité et la tolérance. La société a donc mis sur pied un pipeline clinique riche, notamment avec le développement, encore précoce, de la plateforme ANKET™. Nous restons toutefois dans l'attente de résultats cliniques probants qui permettraient de confirmer le haut potentiel du titre. Enfin, la société dispose d'une trésorerie confortable que nous estimons à 200M€.

Valorisation

Valorisation rNPV et SoP. Nous incluons désormais les critères ESG à notre valorisation. Nous appliquons ainsi une décote de 5% à notre TP (7.3€ vs 7.7€ préc.) sur la base de ces critères.

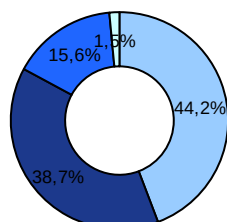
Mohamed Kaabouni, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 10
mohamed.kaabouni@bnpparibas.com

INNATE PHARMA

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-48,1	-32,5	34,9	-51,8	-58,5	77,2	58,3	423,2
Variation BFR	-17,0	-47,1	40,2	-49,2	-9,9	-22,8	-0,3	-56,8
Investissements industriels	-6,0	-1,6	-65,4	-11,3	-1,3	-18,7	-12,4	-76,8
Cash Flow Libre	-71,1	-81,2	9,8	-112,3	-69,7	35,7	45,6	289,6
Cessions d'actifs	18,4	24,3	3,3	1,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-43,3	0,0	0,0	-3,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	62,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	14,3	45,8	37,5	47,1	8,9	22,8	0,3	56,8
Variation Trésorerie	-81,7	51,4	50,6	-67,2	-60,4	58,6	45,9	346,4
Trésorerie nette	114,8	166,2	216,7	149,5	89,1	147,7	193,5	539,9
Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Produit d'exploitation	32,6	94,0	85,8	69,8	24,7	308,6	248,9	1 096,9
ROP	-40,0	5,1	-18,8	1,1	-47,8	125,2	71,5	610,7
CIR	11,4	14,1	16,8	13,6	12,6	0,0	0,0	0,0
R&D immobilisée	-	-	-	-	-	-	-	-
Frais R&D	-67,0	-69,6	-78,8	-49,7	-47,0	-120,2	-102,1	-99,1
RN Pdg publié	-48,4	3,1	-12,5	-0,8	-45,5	93,9	53,6	458,0
Frais de personnel	-	-	-	-	-	-	-	-
Effectif moyen	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	86,0	167,2	217,4	156,0	107,4	201,3	254,9	712,9
Autres	146,3	129,0	129,0	129,0	129,0	129,0	129,0	129,0
Capitaux investis	232,3	296,2	379,2	276,4	213,3	284,4	337,7	738,9
Immobilisations nettes	117,5	130,0	162,5	126,9	124,2	136,7	144,2	199,0
dont écarts d'acquisition	-	-	-	-	-	-	-	-
dont financières	-	-	-	-	-	-	-	-
Trésorerie nette	114,8	166,2	216,7	149,5	89,1	147,7	193,5	539,9
BFR	-	-	-	-	-	-	-	-
Actif économique	232,3	296,2	379,2	276,4	213,3	284,4	337,7	738,9

Valorisation NPV

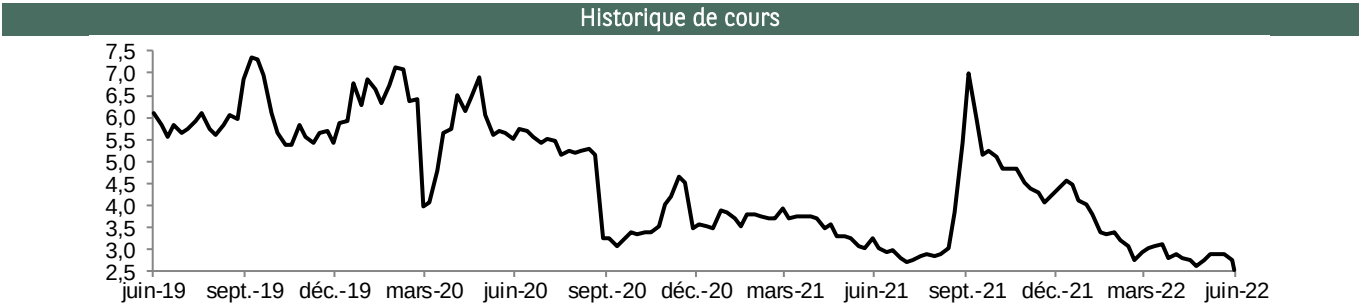
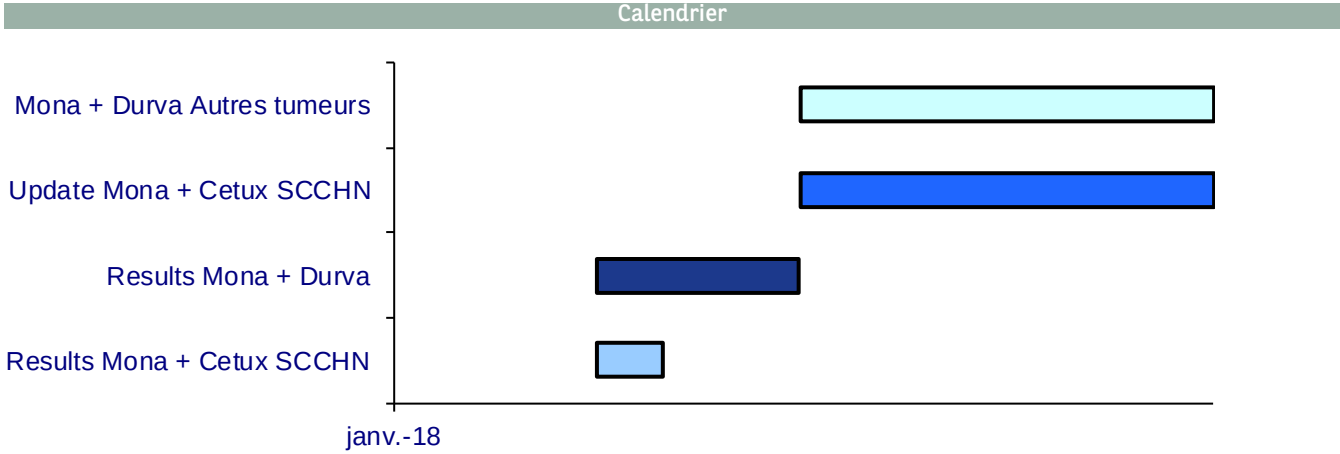


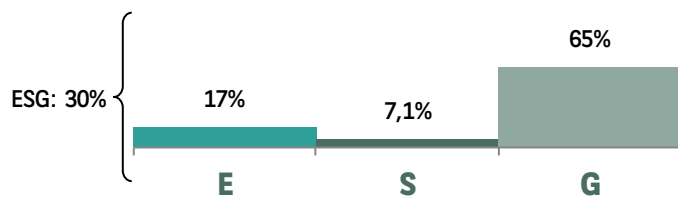
- ME
- Cash
- IPH4102
- Autres programmes

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Trésorerie nette / action	2,16	3,13	4,08	2,82	1,68	2,78	3,65	10,17
CFPA	-0,9	-0,6	0,6	-0,9	-1,1	1,4	1,1	7,8
Nb de titres (Mio)	54,591	54,591	54,591	54,591	54,591	54,591	54,591	54,591
Nb de titres corrigé (Mio)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Données intermédiaires	18	24
Produit d'exploitation T1	0,0	-
Produit d'exploitation T2	0,0	-
Produit d'exploitation S1	23,0	-
ROP S1	-14,9	-
RN pdg publié S1	-15,1	-
Trésorerie S1	0,0	-
Produit d'exploitation T3	0,0	-
Produit d'exploitation T4	0,0	-
Produit d'exploitation S2	0,0	-
ROP S2	0,0	-
RN pdg publié S2	0,0	-
Trésorerie S2	0,0	-

INNATE PHARMA





INNATE PHARMA

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	ND	ND	ND	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	ND	ND	ND	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	ND	ND	ND	
Certification 14001	ND	ND	ND	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	ND	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	ND	ND	ND	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	ND	ND	ND	
Encouragement de l'actionnariat salarié	ND	ND	ND	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	ND	ND	ND	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	ND	ND	ND	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	ND	ND	ND	
<i>dont indépendants</i>	ND	ND	ND	
<i>dont femmes</i>	ND	ND	ND	
Administrateur représentant les salariés au CA	ND	ND	ND	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	ND	ND	ND	
Comité des risques	ND	ND	ND	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	ND	ND	ND	
Comité RSE	ND	ND	ND	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	ND	ND	ND	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	ND	ND	ND	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	ND	ND	ND	
Déclaration de la rémunération du CEO	ND	ND	ND	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

INVENTIVA

Biotech _ Pharma



Cours : 7,65€

14 Juin 2022

Objectif : 23,40€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0013233012 / IVA
Reuters / Bloomberg	IVAA.PA / IVA:FP
Indice	CAC Small
Eligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	312,7
Flottant (%)	32,6%
Nbre de Titres (Mio)	40,874
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Dirigeants & Fondateurs	23,2%
Employés & autres	2,4%
Institutionnels	41,8%

	21	22e	23e
Cash Flow Libre	-48,1	-42,9	12,0
Inv. financiers	-1,3	0,0	0,0
Augmentation capital	25,4	0,0	0,0
Var Trésorerie	-19,1	-45,4	10,8
Trésorerie nette	86,6	41,1	51,9
Trésorerie nette/action	2,56	1,21	1,53
Prod. d'exploitation	4,2	0,6	0,6
ROP	-52,1	-37,0	-38,3
% Prod. exploitation	ns	ns	ns
RN pdg publié	-49,6	-37,0	-38,3
% Prod. exploitation	ns	ns	ns

La phase III se poursuit et le potentiel reste intact

Activité

Inventiva développe de petites molécules actives administrées par voie orale qui ont pour but de répondre à des besoins médicaux non satisfaits. La société, basée près de Dijon, a été fondée en 2011 par deux anciens dirigeants des laboratoires Fournier, filiale française du groupe américain Abbott. Par la suite, Frédéric Cren, co-fondateur et actuel CEO et Pierre Broqua, co-fondateur et actuel CSO, acquièrent auprès de leur ancien employeur une véritable plateforme intégrée de R&D digne de celle retrouvée chez une pharma de taille intermédiaire. À cela se joint une chimiothèque de 240 000 molécules (dont environ 60% sont estimées être non-disponibles commercialement) et un portefeuille de candidats médicaments, parmi lesquels le Lanifibranor. Forte de cette expertise et de ces actifs, Inventiva est parvenue en moins de dix ans à significativement gagner en maturité d'un point de vue clinique. Pour l'heure, Inventiva dispose de deux candidats cliniquement avancés (>Phase II) : 1/ Lanifibranor dans le traitement de la NASH (Stéatohépatite Non-Alcoolique), 2/ Odiparcil indiqué dans la maladie pédiatrique rare MPS VI.

Marché / Concurrence

Le Lanifibranor, produit phare d'Inventiva, est indiqué dans la NASH couramment appelée la maladie du soda ou maladie du foie gras. La NASH est une maladie métabolique progressive qui touche de nos jours une grande partie de la population mondiale. Le marché potentiel de Lanifibranor est colossal et encore vierge. Aujourd'hui, la NASH est une des maladies inflammatoires du foie dont l'incidence (nombre de nouveaux cas) est la plus importante au monde. On estime que 10 à 12% de la population des pays développés serait atteint de NASH. De nombreuses molécules ont donc été développées dans cette indication, mais aucune n'est pour le moment parvenue à obtenir le feu vert des autorités sanitaires. Lanifibranor pourrait être un des premiers médicaments à pénétrer un marché adressable de 30Md\$ dont les produits pourraient générer jusqu'à 5Md\$ de CA dès 2026.

Stratégie / Perspectives

Le Lanifibranor fait l'objet d'un grand intérêt depuis qu'en juin 2020 Inventiva a présenté de très bons résultats de phase IIb. À ce titre, Inventiva prévoit de lancer son étude de Phase III dès le S1 2021. Sur la base de ces excellents résultats cliniques Lanifibranor a obtenu le statut de Breakthrough Therapy. En septembre 2021, la société a lancé NATiV3, une étude de phase III évaluant le Lanifibranor dans la NASH. L'étude suit son cours mais a subi un léger contretemps du fait de la pandémie de covid-19 et des tensions géopolitiques en Ukraine et Russie qui ont retardé le recrutement des patients de l'étude. En effet, l'ensemble des sites prévus en Russie ont été retirés et le recrutement en Ukraine a été suspendu pour le moment. Cela entraîne un décalage de calendrier avec la finalisation de la partie 1 de l'étude NATiV3 désormais attendue au S1 2023 vs S2 2022 précédemment. Avec 80,5 M€ au 31/03, la société dispose d'une visibilité financière au T2 2023 sans tenir compte du prêt de 50 M€ obtenu auprès de la BEI en mai 2022.

Valorisation

Valorisation par rNPV. Nous ajustons notre TP de 27,5€ à 23,4€ pour prendre en compte le décalage dans le calendrier.

Mohamed Kaabouni, Analyste Financier

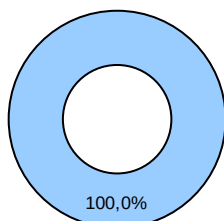
+33 (0)2 40 44 94 10
mohamed.kaabouni@bnpparibas.com

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 07/06/2022 - 16:29 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

INVENTIVA

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-23,2	-35,2	-31,5	-37,2	-56,7	-36,6	-37,9	-34,5
Variation BFR	6,2	1,0	3,1	6,7	9,1	-5,8	50,6	41,4
Investissements industriels	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7
Cash Flow Libre	-17,4	-34,8	-28,7	-30,8	-48,1	-42,9	12,0	6,2
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,1	0,1	-0,7	-8,3	-1,3	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	45,2	32,5	8,7	111,7	25,4	0,0	0,0	0,0
Autres	6,3	-0,3	-0,1	-2,8	4,8	-2,5	-1,2	-1,2
Variation Trésorerie	-	-2,4	-20,9	69,8	-19,1	-45,4	10,8	5,0
Trésorerie nette	59,1	56,7	35,8	105,7	86,6	41,1	51,9	56,9
Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Produit d'exploitation	6,5	3,2	7,0	0,4	4,2	0,6	0,6	0,6
ROP	-20,9	-33,3	-30,3	-29,7	-52,1	-37,0	-38,3	-34,9
CIR	5,2	4,9	4,3	4,9	4,3	4,7	5,0	5,0
R&D immobilisée	-	-	-	-	-	-	-	-
Frais R&D	-26,7	-31,6	-33,8	-23,7	-48,5	-28,9	-29,3	-24,5
RN Pdg publié	-17,2	-33,6	-30,2	-33,6	-49,6	-37,0	-38,3	-34,9
Frais de personnel	-5,1	-6,0	-6,1	-8,5	-11,2	-12,3	-13,5	-14,8
Effectif moyen	107	107	113	113	113	113	113	113
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	64,0	61,6	41,4	111,2	88,9	51,9	13,5	-21,4
Autres	1,8	2,8	3,1	13,9	11,7	9,2	8,0	6,8
Capitaux investis	65,8	64,3	44,5	125,2	100,6	61,1	21,6	-14,5
Immobilisations nettes	7,1	8,2	8,1	5,9	6,4	6,6	6,8	7,1
dont écarts d'acquisition	-	-	-	-	-	-	-	-
dont financières	-	-	-	-	-	-	-	-
Trésorerie nette	59,1	56,7	35,8	105,7	86,6	41,1	51,9	56,9
BFR	-0,4	-0,5	0,5	13,5	7,6	13,4	-37,1	-78,5
Actif économique	65,8	64,3	44,5	125,2	100,6	61,1	21,6	-14,5

Valorisation NPV

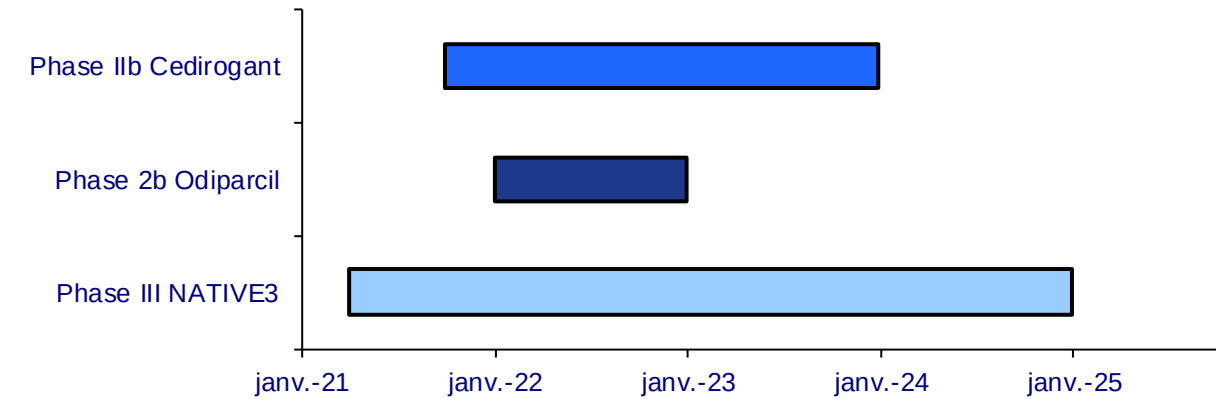


■ MC

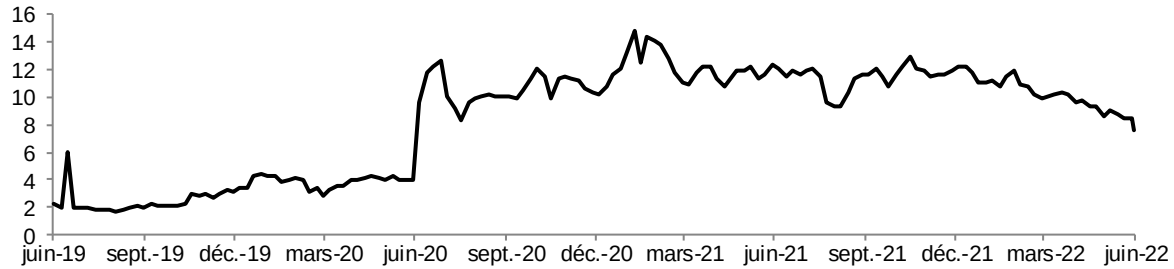
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Trésorerie nette / action	10,45	2,76	1,52	3,12	2,56	1,21	1,53	1,68
CFPA	-4,1	-1,7	-1,3	-1,1	-1,7	-1,1	-1,1	-1,0
Nb de titres (Mio)	5,651	20,541	23,520	33,875	33,875	33,875	33,875	33,875
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	-	-	-	-	-	-	-	-

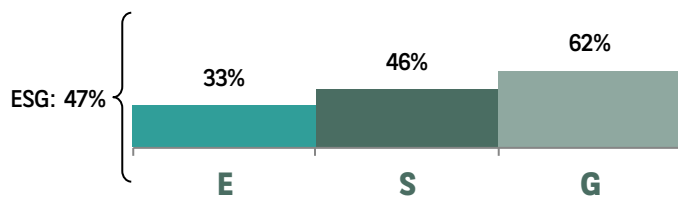
INVENTIVA

Calendrier



Historique de cours





INVENTIVA

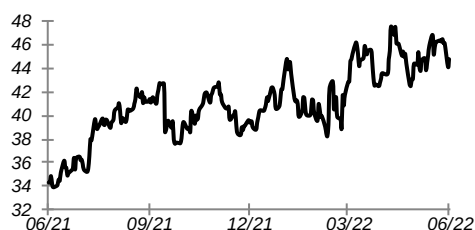
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	0,2	2,7	0,2	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	60%	63%	62%	
Index égalité salariale femmes / hommes	88	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	1,1%	1,1%	1,0%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	50%	44%	59%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	28%	7,3%	14%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	589 758	430 620	975 127	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	0,2	0,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	7	7	
<i>dont indépendants</i>	0,714286	0,714286	0,714286	
<i>dont femmes</i>	0,428571	0,428571	0,428571	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Non	
Assiduité des membres du CA	900%	1 000%	97%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	26%	22%	21%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	7,4	8	17,1	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	80%	80%	80%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

IPSOS

Marketing _ Media



Cours : 44,80€ 14 Jun 2022

Objectif : 60,80€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000073298 / IPS
Reuters / Bloomberg	ISOS.PA / IPS FP
Indice	CAC Mid 60
Éligibilité PEA-PME	Non

Capitalisation (M€)	1 990,7
Flottant (%)	86,0%
Nbre de Titres (Mio)	44,436
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
DT & Partners	9,9%
Salariés	2,2%
Didier Truchot	0,6%

	21	22e	23e
PER	8,3	9,4	8,4
PCF	4,2	5,4	4,8
VE/CA	0,8	0,9	0,9
VE/ROP	6,3	7,7	7,2
PAN	1,2	1,4	1,2
Rendement	2,5%	2,6%	2,9%
Free Cash Flow Yield	20,3%	10,3%	11,6%
ROACE	11,4%	11,1%	11,0%

CA	2 146,7	2 289,8	2 530,2
CA précédent	2 146,7	2 289,8	2 530,2
var. n/n-1	16,8%	6,7%	10,5%
EBE	357,2	379,4	422,5
ROC	277,4	294,7	326,4
% CA	12,9%	12,9%	12,9%
ROP	268,3	280,9	311,2
% CA	12,5%	12,3%	12,3%
RN Pdg publié	183,9	198,3	221,1
% CA	8,6%	8,7%	8,7%

BNPA	4,14	4,46	4,98
BNPA précédent	4,14	4,46	4,98
var. n/n-1	68,0%	7,8%	11,5%
BNPA Cor	4,34	4,77	5,32
ANPA	30,4	32,7	36,6
Dividende net	1,15	1,31	1,46
DFN	180,5	252,1	311,4

Augustin Socié, Analyste Financier
Maxence Dhoury
+33 (0)2 40 44 94 38
augustin.socie@bnpparibas.com

Sort renforcé de la crise

Activité

Créé en 1975 par Didier Truchot, Ipsos est aujourd'hui un acteur mondial du secteur des études. Depuis les années 1990, le groupe s'est développé à l'international, notamment par croissance externe. Désormais, il réalise 47% de son chiffre d'affaires en EMEA, 36% en Amériques et 17% en APAC. Les pays émergents contribuent pour 27% de l'activité. Le groupe réalise 62% de ses enquêtes en ligne, 23% en face à face, 10% par téléphone et 5% par courrier. Les principaux secteurs adressés sont la grande consommation (24% de l'activité), le secteur des technologies, médias et télécommunications (18%), le secteur pharmaceutique (17%), et le secteur public (13%).

Marché / Concurrence

Le marché des études traverse une profonde transformation. La massification des données engendrée par la digitalisation des échanges a bouleversé la manière de collecter, traiter et analyser l'information. L'accès facilité à la data a fait émerger de nouveaux acteurs, qui se basent sur la technologie pour analyser de grandes quantités de données. Ainsi, les GAFA sont devenus à la fois concurrents, fournisseurs et clients d'Ipsos. Selon le rapport ESOMAR, le marché mondial des études représente ~73Md\$ en 2019. Parmi les pure-players des études, on distingue entre autres The Nielsen Company, Kantar, et GfK. L'actualité récente du secteur est marquée par le rachat de Nielsen Connect par Advent en novembre 2020 (11x EV/EBIT), et de Kantar par le fonds de PE Bain Capital en 2018 (11x EV/EBIT). Ces transactions ont été réalisées sur des multiples plus élevés que ceux d'Ipsos (8x EV/EBIT 2021, 9,6x moyenne 5 ans).

Stratégie / Perspectives

Sur 2021, l'activité d'Ipsos a fortement rebondi (+18% org.) grâce au retour en force de la grande consommation (+25% org ; 24% CA FY) et de la tech, médias, télécoms (TMT +18% org ; 18% CA FY). Le chiffre d'affaires 2021 s'établit à un niveau record (2 147M€), dépassant largement celui pré-crise de 2019 (2 003M€). Le niveau élevé de marge pour certains contrats publics de suivi de la pandémie, combiné à l'accélération du passage aux enquêtes en ligne, relatif sur la marge brute (le online représente désormais 43% du CA 2021, vs 38,5% en 2019), ont porté la marge opérationnelle courante à 12,9%, un plus haut historique. L'accélération du online et les 32,5M€ d'économies réalisées sur l'année (tous deux de nature récurrente), permettent au groupe de guider sur une MOC comprise entre 12 et 13%. Le groupe a révisé en juin 2022 sa guidance de croissance organique, passant de 3-5% en 2019-2021 à 5-7% en 2023-2025. Avec en complément la reprise d'une politique M&A active (entre 100 et 200M€/an investis), le groupe vise un CA de 3Md€ en 2025.

Valorisation

Le groupe a encore démontré la résilience de son modèle sur cet exercice, ainsi qu'une certaine agilité pour adapter rapidement sa structure de coûts. Il continue par ailleurs de se négocier à de faibles multiples de valorisation compte-tenu de la qualité du dossier. Notre valorisation extériorise un TP (post bonus ESG de +5%) de 60,8€.

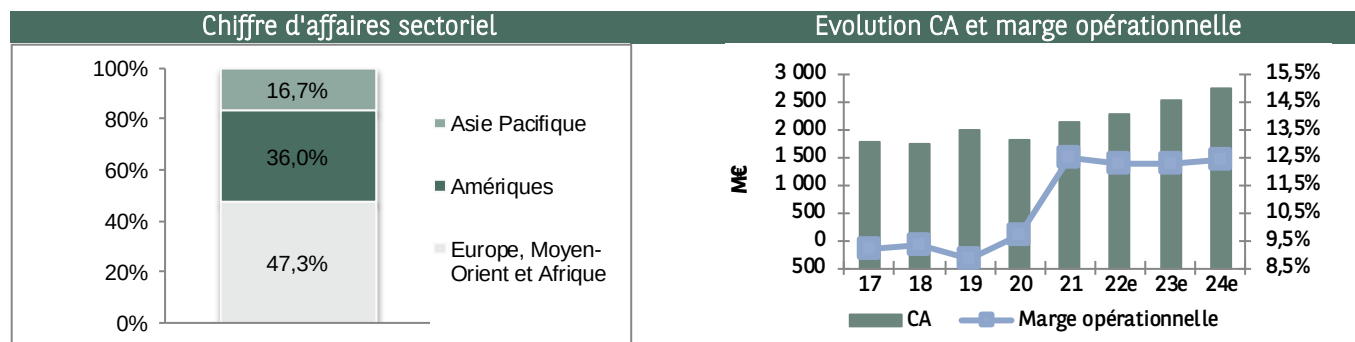
La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 15/06/2022 - 08:47 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

IPSOS

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	1 780,5	1 749,5	2 003,3	1 837,4	2 146,7	2 289,8	2 530,2	2 761,8
var. n/n-1	-0,1%	-1,7%	14,5%	-8,3%	16,8%	6,7%	10,5%	9,2%
var. organique	2,4%	0,7%	3,8%	-6,5%	17,9%	6,7%	6,1%	5,4%
EBE	207,2	205,1	273,9	268,1	357,2	379,4	422,5	466,7
ROC	182,3	172,4	198,7	189,9	277,4	294,7	326,4	359,0
var. n/n-1	1,2%	-5,4%	15,2%	-4,5%	46,1%	6,2%	10,8%	10,0%
ROP	163,5	163,4	176,5	177,6	268,3	280,9	311,2	342,5
RCAI	143,7	147,1	142,6	148,9	250,0	267,0	297,8	329,0
IS	-14,6	-38,5	-36,9	-38,9	-62,9	-66,8	-74,4	-82,3
RN Pdg publié	128,5	107,5	104,8	109,5	183,9	198,3	221,1	244,3
RN Pdg corrigé	128,5	107,5	104,8	109,5	183,9	198,3	221,1	244,3
var. n/n-1	20,2%	-16,3%	-2,5%	4,5%	68,0%	7,8%	11,5%	10,5%
Tmva CA 2019 / 2023e	6,0%							
Marge brute (%)	65,0%	65,1%	64,3%	64,2%	64,7%	64,8%	65,0%	65,2%
Marge opérationnelle (%)	9,2%	9,3%	8,8%	9,7%	12,5%	12,3%	12,3%	12,4%
Marge nette (%)	7,2%	6,1%	5,2%	6,0%	8,6%	8,7%	8,7%	8,8%
Taux IS (%)	10,2%	26,2%	25,9%	26,1%	25,2%	25,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	-42,6%	-43,6%	-43,4%	-45,4%	-42,3%	-	-	-
CA/effectif (K€)	107	97	109	104	124	-	-	-
var. n/n-1	-0,5%	-9,7%	12,7%	-4,2%	18,7%	-	-	-
Effectif moyen	16 664	18 127	18 417	17 640	17 366	-	-	-
var. n/n-1	0,4%	8,8%	1,6%	-4,2%	-1,6%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	949,2	1 016,6	1 103,5	1 103,8	1 333,5	1 493,9	1 672,5	1 869,2
Dettes financières nettes	464,2	574,6	578,4	346,5	180,5	252,1	311,4	340,9
Autres	127,7	132,4	305,1	270,0	302,6	302,6	302,6	302,6
Capitaux investis	1 558,4	1 741,9	2 006,2	1 738,5	1 825,5	2 059,6	2 299,7	2 528,4
Immobilisations nettes	1 295,1	1 475,9	1 675,6	1 576,2	1 699,7	1 903,4	2 110,1	2 319,1
dont écarts d'acquisition	1 159,4	1 291,1	1 322,9	1 249,3	1 360,5	1 360,5	1 360,5	1 360,5
dont financières	43,6	64,9	71,2	81,8	86,1	87,1	88,1	89,1
BFR	263,3	266,0	330,6	162,3	125,7	156,1	189,6	209,3
Actif économique	1 558,4	1 741,9	2 006,2	1 738,5	1 825,5	2 059,6	2 299,7	2 528,4
Gearing (%)	48,0%	55,5%	51,5%	30,9%	13,4%	16,8%	18,5%	18,1%
BFR/CA (%)	14,8%	15,2%	16,5%	8,8%	5,9%	6,8%	7,5%	7,6%
Dettes financières nettes/EBE (x)	2,2	2,8	2,1	1,3	0,5	0,7	0,7	0,7
ROE (%)	13,5%	10,6%	9,5%	9,9%	13,8%	13,3%	13,2%	13,1%
ROACE (%) après IS normé	9,9%	7,5%	7,7%	7,3%	11,4%	11,1%	11,0%	10,9%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	197,2	206,3	266,4	262,1	373,0	378,3	422,5	466,7
Variation BFR	-37,8	3,5	-52,7	134,6	33,5	-30,4	-33,5	-19,7
Investissements industriels	-17,5	-49,0	-88,0	-81,2	-87,4	-137,4	-151,8	-165,7
% du CA	1,0%	2,8%	4,4%	4,4%	4,1%	6,0%	6,0%	6,0%
Cash Flow Libre	141,9	160,8	125,7	315,5	319,1	210,5	237,3	281,3
Cessions d'actifs	0,3	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-3,4	-147,3	-2,2	-13,9	-31,1	-150,0	-150,0	-150,0
Dividendes	-36,4	-38,7	-38,6	-19,8	-41,8	-50,5	-57,6	-64,2
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-22,1	-85,3	-88,7	-50,2	-80,2	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-80,3	110,3	3,8	-231,8	-166,1	71,7	59,2	29,5
Dettes financières nettes	464,2	574,6	578,4	346,5	180,5	252,1	311,4	340,9



IPSOS

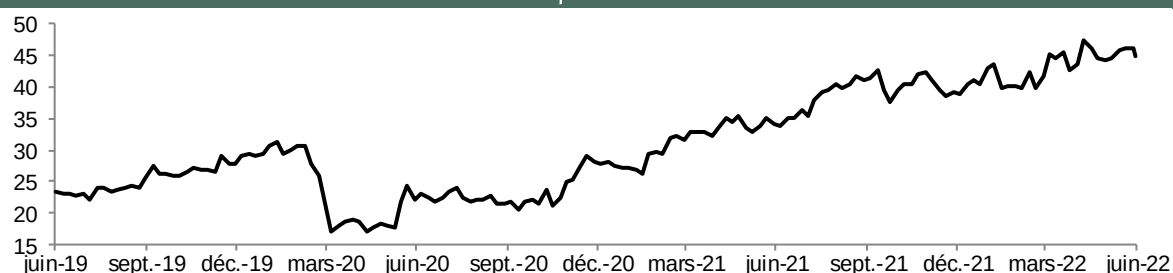
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	2,89	2,42	2,36	2,46	4,14	4,46	4,98	5,50
var. n/n-1	32,0%	-20,9%	8,9%	-4,1%	58,5%	9,8%	11,4%	10,4%
CFPA	4,6	4,7	6,1	5,9	8,5	8,3	9,3	10,2
ANPA	22,0	23,3	25,1	25,1	30,4	32,7	36,6	40,9
Dividende net (versé en n+1)	0,87	0,88	0,45	0,90	1,15	1,31	1,46	1,61
Payout (%)	26,2%	33,5%	15,8%	32,8%	26,5%	27,5%	27,5%	27,5%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	16,8%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	11,2%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	9,2	10,8	8,5	8,6	8,3	9,4	8,4	7,6
PCF (x)	6,7	6,0	4,0	4,0	4,2	5,4	4,8	4,4
PAN (x)	1,4	1,2	1,0	0,9	1,2	1,4	1,2	1,1
VE/CA (x)	1,0	1,0	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9	0,8
VE/EBE (x)	8,6	8,7	5,9	5,0	4,8	5,7	5,3	4,8
VE/ROP (x)	11,0	10,9	9,1	7,5	6,3	7,7	7,2	6,6
Free Cash Flow Yield (%)	10,8%	13,0%	11,8%	30,4%	20,3%	10,3%	11,6%	13,7%
Rendement (%)	2,8%	3,1%	3,6%	1,9%	2,5%	2,6%	2,9%	3,3%
Capitalisation (M€)	1 352,6	1 257,4	1 081,1	1 046,3	1 593,8	1 990,7	1 990,7	1 990,7
Valeur d'Entreprise (VE)	1 790,6	1 785,4	1 607,5	1 329,2	1 697,1	2 166,7	2 227,2	2 258,2
Cours de référence (€)	30,4	28,3	24,3	23,5	35,9	44,8	44,8	44,8
Nb de titres (Mio)	44,436	44,436	44,436	44,436	44,436	44,436	44,436	44,436
Nb de titres corrigé (Mio)	44,853	45,221	45,662	46,289	45,678	45,678	45,678	45,678
% de la dilution	4,0%	3,8%	3,8%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Date d'introduction	01/07/1999							
Cours d'introduction ajusté	8,4 €							

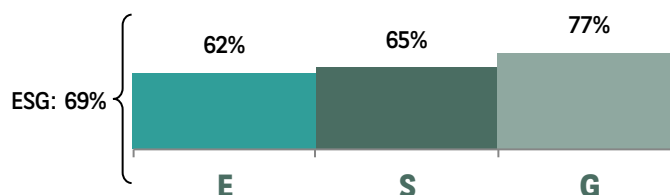
Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	390,1	367,0	422,1	428,7	466,3	547,8
CA T2	443,7	419,0	481,3	357,3	527,0	
CA S1	833,8	786,0	903,4	786,0	993,3	
ROP S1	40,4	42,0	42,1	14,9	106,8	
RN pdg corrigé S1	21,6	24,7	18,7	1,3	72,0	
Marge opérationnelle S1	4,8%	5,3%	4,7%	1,9%	10,8%	
Marge nette S1	2,6%	3,1%	2,1%	0,2%	7,2%	
CA T3	434,0	427,9	499,4	468,6	526,3	
CA T4	512,7	535,6	600,5	582,8	627,1	
CA S2	946,7	963,5	1 099,9	1 051,4	1 153,4	
ROP S2	123,1	121,3	134,4	162,7	161,7	
RN pdg corrigé S2	107,0	82,8	86,0	108,2	112,1	
Marge opérationnelle S2	13,0%	12,6%	12,2%	15,5%	14,0%	
Marge nette S2	11,3%	8,6%	7,8%	10,3%	9,7%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	0,8%	-5,9%	15,0%	1,6%	8,8%	17,5%
CA T2	-0,7%	-5,6%	14,9%	-25,8%	47,5%	
CA T3	0,5%	-1,4%	16,7%	-6,2%	12,3%	
CA T4	-0,9%	4,5%	12,1%	-2,9%	7,6%	
CA S1	0,0%	-5,7%	14,9%	-13,0%	26,4%	
CA S2	-0,3%	1,8%	14,2%	-4,4%	9,7%	
ROP S1	-32,7%	4,0%	0,2%	-64,7%	+ / ++	
ROP S2	6,7%	-1,4%	10,8%	21,0%	-0,6%	

Historique de cours



IPSOS



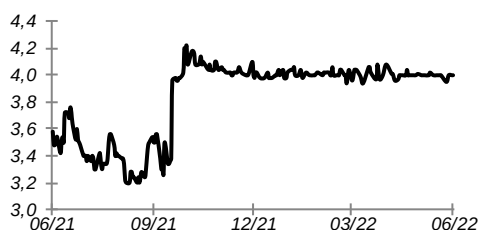
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	18,8	12,3	9,0	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Oui	Oui	Objectif de neutralité carbone à horizon 2035. Le lancement de deux pilotes de compensation des émissions de CO2 est prévu en France et au UK.
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	60%	60%	60%	À venir.
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	52%	78%	81%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	22%	19%	22%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	0	0	0	
Taux d'absentéisme	2,5%	2,4%	1,3%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	Non respect d'une recommandation du code AFEP-MEDEF.
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	11	11	12	
<i>dont indépendants</i>	6	6	5	
<i>dont femmes</i>	7	6	6	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	95%	98%	99%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Oui	Oui	Oui	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	18%	18%	18%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	14	17	15	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	99%	99%	99%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

ITESOFT

Logiciels



Cours : 4,00€

14 Juin 2022

Objectif : 4,00€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0004026151 / ITE
Reuters / Bloomberg	ITFT.PA / ITE FP
Indice	CAC Small
Contrat de prestation analyse	
Eligibilité PEA-PME	Oui
Capitalisation (M€)	24,5
Flottant (%)	18,8%
Nbre de Titres (Mio)	6,134
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Managers et Salariés	16,6%
SARL CDML	59,7%
Autocontrôle	5,0%
Public	18,8%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	ns
PCF	16,9	24,6	23,2
VE/CA	0,7	0,8	0,8
VE/ROP	ns	ns	ns
PAN	2,9	3,3	3,4
Rendement	0,0%	0,0%	2,5%
Free Cash Flow Yield	3,0%	2,7%	2,9%
ROACE	ns	ns	ns

	21,2	21,2	21,5
CA	21,2	21,2	21,5
CA précédent	21,2	21,2	21,1
var. n/n-1	2,1%	-0,1%	1,3%
EBE	1,0	1,2	1,3
ROC	0,3	0,0	0,1
% CA	1,4%	0,1%	0,3%
ROP	0,3	0,0	0,1
% CA	1,4%	0,1%	0,3%
RN Pdg publié	-1,0	-0,3	-0,2
% CA	-4,6%	-1,2%	-1,0%

	-0,17	-0,05	-0,04
BNPA	-0,17	-0,05	-0,04
BNPA précédent	0,01	-0,03	-0,10
var. n/n-1	ns	ns	ns
BNPA Cor	-0,17	-0,05	-0,04
ANPA	1,2	1,2	1,2
Dividende net	0,00	0,10	0,20
DFN	-2,9	-3,5	-4,1

Nicolas Royot, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
nicolas.royot@bnpparibas.com

OPA en cours

Activité

IteSoft est un éditeur de logiciels de dématérialisation de documents et d'automatisation des processus critiques (clients, fournisseurs et processus internes). La plateforme SCPA (Secure Capture and Process Automation) est développée autour de trois piliers : la capture omni-canal, l'automatisation de processus, et la nouvelle offre de détection de fraudes. Le CA se répartit entre les licences (15%), la maintenance associée (55%), le SaaS (5%) et les prestations de services (25%, paramétrage, intégration, assistance, audit de performance...).

Marché / Concurrence

IteSoft est un acteur essentiellement positionné en France (>80% de son CA) sur lequel il revendique une part de marché autour de 30% (6% de pdm en Europe). Les principaux concurrents sont les activités issues de Kofax et Readost, OpenText (Captiva), TIS, Kofax, Esker et Pega Systems.

Stratégie / Perspectives

IteSoft se concentre sur les grands comptes et les ventes de licences. Le groupe s'appuie notamment sur 1/ l'offre SCPA (sécurité des relations clients et fournisseurs) ; 2/ une offre de dématérialisation omni-canal (smartphone, réseaux sociaux...) ; 3/ une organisation renforcée (management, commerciaux, marketing) ; 4/ le déploiement de l'offre sur la détection de fraude (les premiers tests sont encourageants) ; 5/ l'offre SCPAS/S (gestion de la relation fournisseur) d'IteSoft qui est commercialisée depuis 2017 en mode Cloud en France. L'épidémie de Covid-19 s'est traduite par des ralentissements, tant sur les projets signés (allongement des délais de livraison des solutions et décalage des facturations sur les projets en cours) que sur les contacts commerciaux avec les prospects.

La transition vers le SaaS s'accélère depuis plusieurs trimestres, ce qui pèse sur la rentabilité à court terme, mais accroît significativement la récurrence du CA (68% du CA en 2022). Le CA annuel ressort finalement en croissance (+2% à 21,2M€) grâce à un rattrapage des ventes de licences sur le S2 porté par la base installée. Par division SaaS 2,8M€ +56% (et ARR +42% à 3,8M€), Licences 1,9M€ +36%, Maintenance 11,8M€ -9% et Services 4,7M€ stable. Pour 2022, nous tablons sur un CA stable, avec la poursuite de la baisse structurelle des licences (1,5M€ vs 1,9M€ en 2021) et de la maintenance (11,0M€ vs 11,8M€ en 2021), alors que les Services sont attendus quasiment égaux (4,6M€ -0,1M€) et que le SaaS devrait poursuivre sa trajectoire ascendante (4,1M€ vs 2,8M€ en 2021).

CDML, société holding détenue à 100% par Didier Charpentier, président et fondateur d'ITESOFT, a décidé de lancer une offre publique d'achat, sans retrait obligatoire, de concert avec des managers et administrateurs historiques et actuels, sur l'intégralité des actions ITESOFT non détenues par le concert. L'offre a été approuvée unanimement par le conseil d'administration d'ITESOFT le 17 mai 2022. Elle a été jugée équitable par un expert indépendant. Cette offre sera ouverte du 10 au 24 juin 2022.

Valorisation

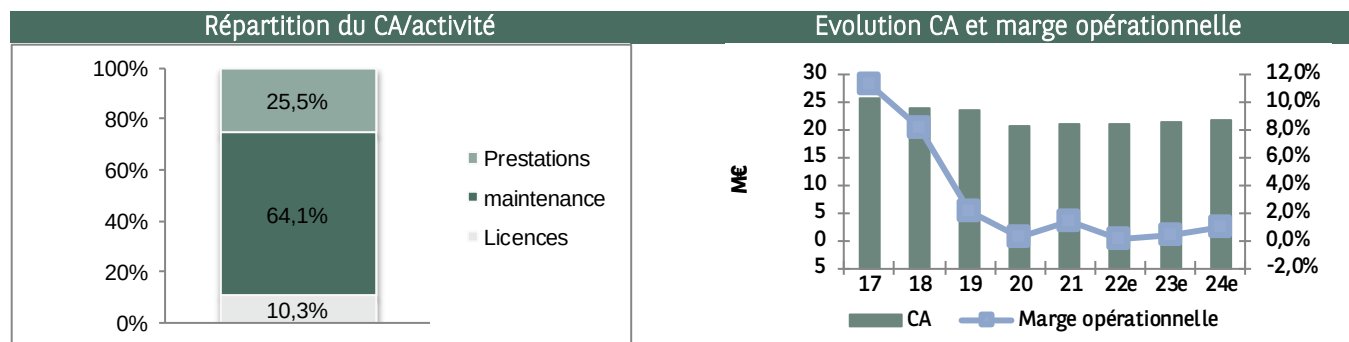
Notre objectif est aligné sur l'offre en cours.

ITESOFT

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	25,8	24,0	23,6	20,8	21,2	21,2	21,5	21,8
var. n/n-1	-0,1%	-6,9%	-1,6%	-12,1%	2,1%	-0,1%	1,3%	1,6%
var. organique	-0,1%	-6,9%	-1,6%	-12,1%	2,1%	-0,1%	1,3%	1,6%
EBE	3,7	2,6	1,8	1,7	1,0	1,2	1,3	1,4
ROC	2,9	1,9	0,5	0,1	0,3	0,0	0,1	0,2
var. n/n-1	9,6%	-33,5%	-73,8%	-89,8%	+/-	-94,0%	+/-	+/-
ROP	2,9	1,9	0,5	0,1	0,3	0,0	0,1	0,2
RCAI	2,7	1,9	0,6	-0,3	0,6	-0,1	0,0	0,1
IS	-0,3	-0,3	-0,2	-0,5	-1,5	-0,2	-0,2	-0,4
RN Pdg publié	2,4	1,6	0,4	-0,8	-1,0	-0,3	-0,2	-0,3
RN Pdg corrigé	2,4	1,6	0,4	-0,8	-1,0	-0,3	-0,2	-0,3
var. n/n-1	-/-	-36,4%	-71,9%	+/-	-/-	-/-	-/-	-/-
Tmva CA 2019 / 2023e	-2,4%							
Marge brute (%)	102,2%	104,1%	103,0%	101,1%	99,9%	100,0%	100,0%	100,0%
Marge opérationnelle (%)	11,3%	8,1%	2,2%	0,3%	1,4%	0,1%	0,3%	0,9%
Marge nette (%)	9,5%	6,5%	1,8%	-3,7%	-4,6%	-1,2%	-1,0%	-1,3%
Taux IS (%)	11,0%	17,0%	28,9%	-151,6%	277,1%	-312,7%	-2306,8%	331,0%
Frais de personnel / CA (%)	67,1%	68,8%	71,7%	73,6%	74,9%	74,2%	74,0%	73,5%
CA/effectif (K€)	127	131	127	124	126	-	-	-
var. n/n-1	3,9%	2,7%	-2,7%	-2,1%	1,5%	-	-	-
Effectif moyen	203	184	186	167	168	-	-	-
var. n/n-1	-3,8%	-9,4%	1,1%	-10,2%	0,6%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	8,6	9,1	9,1	8,5	7,2	6,9	6,7	0,0
Dettes financières nettes	2,0	-0,1	-0,7	-5,5	-2,9	-3,5	-4,1	0,0
Autres	-7,3	-7,0	-10,5	-8,6	-7,0	-7,0	-7,0	0,0
Capitaux investis	3,2	2,0	-2,1	-5,6	-2,7	-3,5	-4,4	0,0
Immobilisations nettes	6,9	6,0	5,7	4,7	3,0	2,1	1,2	0,0
dont écarts d'acquisition	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	0,0
dont financières	5,1	4,8	4,6	3,8	2,3	2,3	2,3	0,0
BFR	1,5	0,8	-3,3	-6,5	-3,3	-3,3	-3,3	0,0
Actif économique	3,2	2,0	-2,1	-5,6	-2,7	-3,5	-4,4	0,0
Gearing (%)	23,0%	-1,5%	-7,4%	-64,4%	-39,6%	-50,1%	-61,6%	ns
BFR/CA (%)	5,7%	3,3%	-13,9%	-31,2%	-15,6%	-15,6%	-15,4%	0,0%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,5	ns	ns	ns	ns	ns	ns	0,0
ROE (%)	28,6%	17,1%	4,8%	ns	ns	ns	ns	ns
ROACE (%) après IS normé	42,7%	48,5%	ns	ns	ns	ns	ns	ns

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	3,6	2,3	1,5	1,8	1,2	0,9	1,0	0,0
Variation BFR	2,0	0,7	0,7	3,3	-0,4	0,0	0,0	0,0
Investissements industriels	-0,5	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	0,0
% du CA	1,8%	0,5%	0,5%	0,8%	0,9%	1,5%	1,5%	0,0%
Cash Flow Libre	5,1	2,8	2,1	4,9	0,6	0,6	0,7	0,0
Cessions d'actifs	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-0,9	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Autres	0,4	0,4	-1,5	-0,4	-3,1	0,0	0,0	-4,1
Variation dettes financières nettes	-4,2	-2,1	-0,5	-4,8	2,6	-0,6	-0,7	4,1
Dettes financières nettes	2,0	-0,1	-0,7	-5,5	-2,9	-3,5	-4,1	0,0



ITESOFT

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,42	0,26	0,07	-0,13	-0,17	-0,05	-0,04	-0,05
var. n/n-1	-/+	-36,4%	-71,9%	+/-	-/-	-/-	-/-	-/-
CFPA	0,6	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0
ANPA	1,5	1,5	1,6	1,4	1,2	1,2	1,2	0,0
Dividende net (versé en n+1)	0,10	0,16	0,00	0,00	0,00	0,10	0,20	0,20
Payout (%)	24,0%	60,4%	0,0%	0,0%	0,0%	-217,9%	-551,2%	-412,1%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	-9,5%							

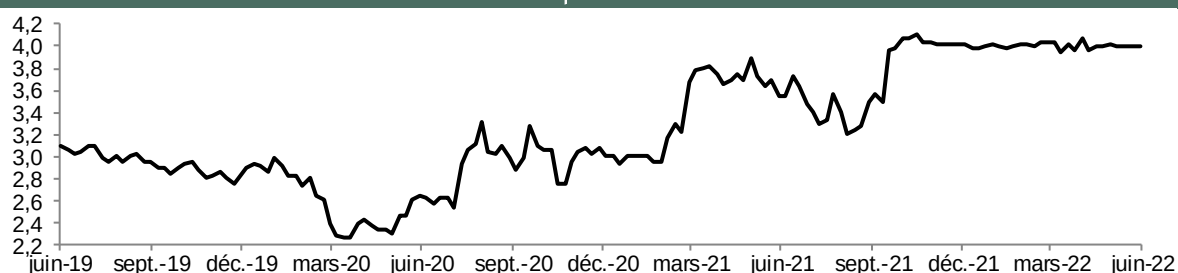
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	9,9	14,4	41,3	ns	ns	ns	ns	ns
PCF (x)	6,8	10,0	11,9	8,9	16,9	24,6	23,2	ns
PAN (x)	2,8	2,5	2,0	1,9	2,9	3,3	3,4	ns
VE/CA (x)	0,8	0,7	0,5	0,3	0,7	0,8	0,8	1,1
VE/EBE (x)	5,7	6,8	7,1	4,0	14,6	14,1	13,0	16,4
VE/ROP (x)	7,2	9,0	24,6	ns	ns	ns	ns	ns
Free Cash Flow Yield (%)	21,1%	12,4%	11,4%	30,2%	3,0%	2,7%	2,9%	0,0%
Rendement (%)	3,6%	2,6%	5,2%	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%	5,0%
Capitalisation (M€)	25,3	23,5	18,8	17,1	22,0	24,5	24,5	24,5
Valeur d'Entreprise (VE)	21,1	17,5	12,5	6,7	15,2	17,2	16,5	23,0
Cours de référence (€)	4,1	3,8	3,1	2,8	3,6	4,0	4,0	4,0
Nb de titres (Mio)	6,134	6,134	6,134	6,134	6,134	6,134	6,134	6,134
Nb de titres corrigé (Mio)	5,874	5,874	5,874	5,874	5,751	5,751	5,751	5,751
% de la dilution	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Date d'introduction	08/02/2001							
Cours d'introduction ajusté	8,9 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA S1	12,0	12,1	11,7	10,3	9,8
ROP S1	0,4	1,0	-0,2	0,3	-0,3
RN pdg corrigé S1	0,2	0,8	-0,3	0,0	-0,2
Marge opérationnelle S1	3,3%	8,3%	-1,7%	2,9%	-3,1%
Marge nette S1	1,7%	6,6%	-2,6%	0,0%	-2,0%
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S2	13,8	11,9	11,9	10,5	11,4
ROP S2	2,5	0,9	0,7	-0,2	0,6
RN pdg corrigé S2	2,2	0,8	0,7	-0,8	-0,8
Marge opérationnelle S2	18,3%	7,9%	5,9%	-2,4%	5,2%
Marge nette S2	16,3%	6,3%	6,2%	-7,3%	-6,8%

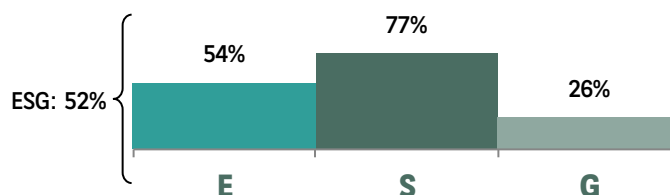
Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S1	-4,8%	0,8%	-3,3%	-12,0%	-4,9%
CA S2	4,4%	-13,7%	0,1%	-12,2%	8,9%
ROP S1	-55,6%	+/-	+/-	+/-	+/-
ROP S2	42,8%	-62,6%	-24,8%	+/-	+/-

Historique de cours



ITESOFT



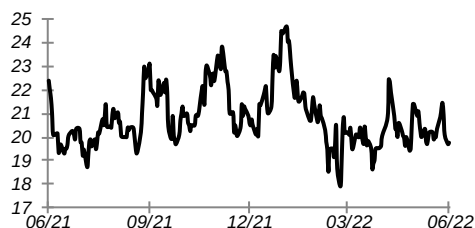
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	0,0	0,0	0,0	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Oui	Déclaration de performance extrafinancière
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	25%	23%	25%	
Index égalité salariale femmes / hommes	93	89	92	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	3,9%	3,5%	3,7%	Sur le périmètre France (>95% du groupe)
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	62%	67%	54%	Sur le périmètre France (>95% du groupe)
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	20%	6,4%	19%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	699	709	1 006	Managers et salariés (hors Didier Charpentier)
Taux d'absentéisme	ND	2,0%	2,5%	Sur le périmètre France (>95% du groupe)
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	1 accident en 2021
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Non	Non	Non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	7	7	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	Droits de vote double pour les actions au nominatif depuis au moins 2 ans
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	69%	70%	70%	Dirigeants
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Non	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	Jean-Jacques Rongère responsable de la satisfaction clients
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	92%	100%	100%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

JACQUET METALS

Industrie



Cours : 19,76€ 14 Juin 2022

Objectif : 34,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique FR0000033904 / JCQ
Reuters / Bloomberg JCQ.PA / JCQ FP
Indice CAC Small
Eligibilité PEA-PME Oui

Euronext

Capitalisation (M€) **454,9**
Flottant (%) 52,4%
Nbre de Titres (Mio) 23,023
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat

Eric Jacquet 42,1%
Richard W Colburn 6,3%
Autocontrôle 0,1%
Public 51,6%

	21	22e	23e
PER	3,8	2,5	5,2
PCF	3,0	2,0	3,5
VE/CA	0,3	0,2	0,2
VE/ROP	4,1	2,5	3,5
PAN	1,0	0,7	0,7
Rendement	2,0%	5,1%	3,0%
Free Cash Flow Yield	-11,7%	15,5%	42,3%
ROACE	20,2%	23,4%	11,9%

CA	1 969,7	2 573,5	2 279,6
CA précédent	1 969,7	2 573,5	2 279,6
var. n/n-1	44,3%	30,7%	-11,4%
EBE	200,7	292,3	169,5
ROC	174,8	257,2	132,8
% CA	8,9%	10,0%	5,8%
ROP	162,9	257,2	132,8
% CA	8,3%	10,0%	5,8%
RN Pdg publié	120,8	181,4	87,5
% CA	6,1%	7,0%	3,8%

BNPA	5,26	7,89	3,81
BNPA précédent	5,26	7,89	3,81
var. n/n-1	1014,0%	50,1%	-51,8%
BNPA Cor	5,26	7,89	3,81
ANPA	20,3	27,2	30,4
Dividende net	1,00	0,60	0,70

DFN	171,0	134,6	-43,8

Nicolas Montel, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 59 10
nicolas.montel@bnpparibas.com

Forte croissance attendue en 2022

Activité

Jacquet Metals est un des leaders européens de la distribution d'aciers spéciaux. L'activité du groupe consiste à négocier, à stocker et à livrer différentes familles de produits (tôles, barres, tubes) de ces types particuliers d'acier.

Marché / Concurrence

Les aciers spéciaux sont des alliages spécifiques de l'acier contenant des métaux comme le chrome, le nickel, le molybdène, le titane ou un supplément de fer, ajoutés pour changer ses propriétés physiques. Avec une production de 90 millions de tonnes par an (données société) représentant 5% des volumes mondiaux d'acier estimés à 1 800 millions de tonnes (données World Steel Association), cette famille d'alliages constitue une niche du marché mondial de l'acier. Jacquet Metals décline son offre principalement en Europe au travers d'un portefeuille de quatre marques, chacune s'adressant à des clients et des marchés spécifiques : 1/ est le leader mondial de la distribution de tôles quarto en acier inoxydable (pdm 7%), 2/ Stappert occupe en Europe une position de taille dans les produits longs en acier inoxydable (pdm 18%), tout comme 3/ IMS group sur les produits longs en acier mécanique (pdm 11%). Nous apprécions le positionnement de Jacquet Metals sur la distribution de produits de niche face à 1/ des concurrents aciéristes qui ne visent pas les mêmes marchés en raison de leur stratégie de volume et 2/ des distributeurs indépendants de plus petite taille. Ce positionnement apporte de nombreux avantages concurrentiels qui font son succès commercial : catalogue profond, délais de livraison courts, prestations de service à la demande, avantage prix, taille de la force commerciale.

Stratégie / Perspectives

Afin d'augmenter ses volumes d'achat et de maximiser son pouvoir de négociation, le groupe mène une stratégie de concentration sur ses marchés. Elle est basée à la fois sur un développement interne local et sur une croissance externe ambitieuse et opportuniste. Le management a ainsi récemment annoncé l'acquisition de la société canadienne Fidelity PAC Metals, spécialisée dans la distribution de produits en acier long inoxydable et opérant depuis trois centres logistiques situés à Toronto, Montréal et Vancouver. FPM réalise un CA de 45M\$, avec des marges similaires à celles de (taux d'EBITDA de 20%). Le management n'a, comme à son habitude, pas communiqué de guidance sur 2022 mais a récemment indiqué une inflexion de la demande sur le mois de mars dans un contexte de prix qui reste élevé. Après avoir enregistré une croissance du CA de 63% au T1 portée par les volumes et surtout les prix nous tablons sur une croissance de 31% sur l'ensemble de l'année en retenant des prix stables au T2 et T3 et une baisse séquentielle de 15% au T4 et des volumes stables au T2 et T3 suivi d'une hausse de 2,0% au T4.

Valorisation

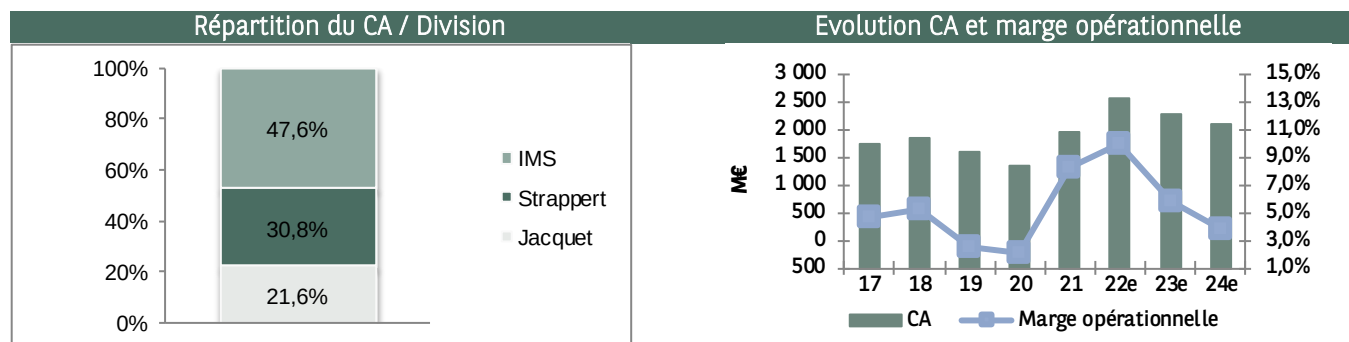
Notre objectif de cours fait ressortir un potentiel d'appréciation conséquent qui justifie notre opinion Acheter (1) sur le titre.

JACQUET METALS

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	1 741,1	1 865,0	1 614,6	1 364,7	1 969,7	2 573,5	2 279,6	2 118,9
var. n/n-1	9,6%	7,1%	-13,4%	-15,5%	44,3%	30,7%	-11,4%	-7,0%
var. organique	9,6%	1,2%	-8,3%	-15,4%	44,1%	29,3%	-11,8%	-7,0%
EBE	106,4	111,8	73,3	62,2	200,7	292,3	169,5	118,1
ROC	84,2	95,3	42,8	24,3	174,8	257,2	132,8	81,5
var. n/n-1	+ / ++	13,2%	-55,1%	-43,3%	+ / ++	47,1%	-48,4%	-38,6%
ROP	80,8	98,6	39,6	28,2	162,9	257,2	132,8	81,5
RCAI	69,5	87,2	28,7	16,5	150,4	246,5	122,7	71,4
IS	-20,5	-22,3	-13,2	-3,7	-22,9	-59,5	-29,6	-17,2
RN Pdg publié	46,2	61,6	24,5	10,8	120,8	181,4	87,5	48,6
RN Pdg corrigé	46,2	61,6	24,5	10,8	120,8	181,4	87,5	48,6
var. n/n-1	+ / ++	33,3%	-60,2%	-55,8%	+ / ++	50,1%	-51,8%	-44,5%
Tmva CA 2019 / 2023e	9,0%							
Marge brute (%)	25,4%	24,7%	23,2%	24,0%	26,7%	25,6%	24,1%	24,1%
Marge opérationnelle (%)	4,6%	5,3%	2,4%	2,1%	8,3%	10,0%	5,8%	3,8%
Marge nette (%)	2,7%	3,3%	1,5%	0,8%	6,1%	7,0%	3,8%	2,3%
Taux IS (%)	29,6%	25,5%	45,8%	22,6%	15,3%	24,1%	24,1%	24,1%
Frais de personnel / CA (%)	10,1%	9,2%	10,3%	10,9%	9,3%	-	-	-
CA/effectif (K€)	516	567	531	478	667	-	-	-
var. n/n-1	9,9%	9,8%	-6,2%	-10,1%	39,7%	-	-	-
Effectif moyen	3 372	3 291	3 039	2 857	2 951	-	-	-
var. n/n-1	-0,3%	-2,4%	-7,7%	-6,0%	3,3%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	318,9	361,7	364,6	358,4	465,8	624,3	698,0	730,4
Dettes financières nettes	187,4	218,4	174,9	105,8	171,0	134,6	-43,8	-124,3
Autres	49,6	46,9	133,0	113,4	113,4	113,4	113,4	113,4
Capitaux investis	568,9	642,1	687,3	592,6	771,9	899,5	800,4	758,0
Immobilisations nettes	291,6	284,4	357,6	357,6	362,4	368,3	361,6	354,9
dont écarts d'acquisition	60,6	60,6	60,6	60,6	60,6	60,6	60,6	60,6
dont financières	67,1	60,3	62,8	67,6	67,6	67,6	67,6	67,6
BFR	344,4	417,9	392,6	302,7	477,1	598,9	506,5	470,8
Actif économique	568,9	642,1	687,3	592,6	771,9	899,5	800,4	758,0
Gearing (%)	56,5%	58,0%	46,1%	28,3%	35,1%	20,7%	-6,0%	-16,2%
BFR/CA (%)	19,8%	22,4%	24,3%	22,2%	24,2%	23,3%	22,2%	22,2%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,8	2,0	2,4	1,7	0,9	0,5	ns	ns
ROE (%)	14,5%	17,0%	6,7%	3,0%	25,9%	29,1%	12,5%	6,6%
ROACE (%) après IS normé	10,0%	12,1%	3,2%	3,4%	20,2%	23,4%	11,9%	7,9%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	79,2	80,3	42,0	39,0	153,4	222,2	129,8	90,8
Variation BFR	-9,3	-66,6	4,0	88,0	-174,5	-121,8	92,5	35,7
Investissements industriels	-31,9	-24,2	-30,0	-27,0	-32,0	-30,0	-30,0	-30,0
% du CA	1,8%	1,3%	1,9%	2,0%	1,6%	1,2%	1,3%	1,4%
Cash Flow Libre	38,1	-10,5	16,0	100,0	-53,1	70,3	192,2	96,5
Cessions d'actifs	1,0	15,4	25,0	1,0	2,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,6	0,0	0,0	0,0	-0,7	-11,0	0,0	0,0
Dividendes	-11,8	-16,6	-17,0	-5,0	-9,2	-23,0	-13,8	-16,1
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-7,0	-19,2	19,4	-26,9	-4,2	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-20,8	30,9	-43,4	-69,1	65,2	-36,4	-178,4	-80,4
Dettes financières nettes	187,4	218,4	174,9	105,8	171,0	134,6	-43,8	-124,3



JACQUET METALS

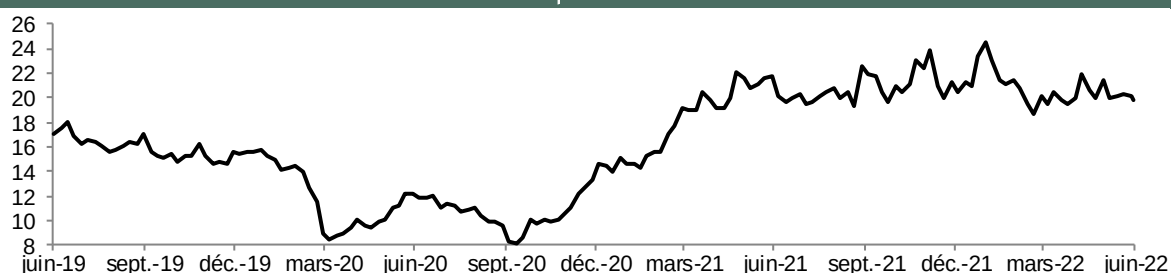
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1,95	2,61	1,04	0,47	5,26	7,89	3,81	2,11
var. n/n-1	+ / ++	33,6%	-60,2%	-54,5%	+ / ++	50,1%	-51,8%	-44,5%
CFPA	3,3	3,4	1,8	1,7	6,7	9,7	5,6	4,0
ANPA	13,5	15,3	15,4	15,6	20,3	27,2	30,4	31,8
Dividende net (versé en n+1)	0,70	0,70	0,20	0,40	1,00	0,60	0,70	0,70
Payout (%)	35,9%	26,9%	19,3%	84,7%	19,0%	7,6%	18,4%	33,1%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	38,4%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	33,5%							

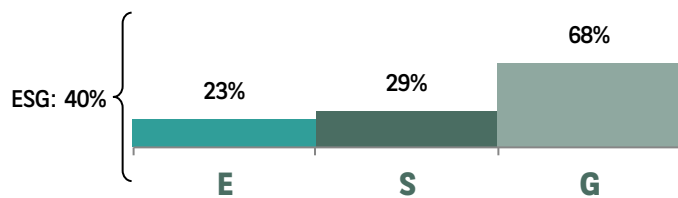
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	12,7	9,5	15,5	24,0	3,8	2,5	5,2	9,4
PCF (x)	7,4	7,3	9,1	6,7	3,0	2,0	3,5	5,0
PAN (x)	1,8	1,6	1,0	0,7	1,0	0,7	0,7	0,6
VE/CA (x)	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
VE/EBE (x)	8,1	8,0	8,8	6,6	3,4	2,2	2,7	3,2
VE/ROP (x)	10,6	9,1	16,3	14,6	4,1	2,5	3,5	4,6
Free Cash Flow Yield (%)	6,5%	-1,8%	4,2%	38,4%	-11,7%	15,5%	42,3%	21,3%
Rendement (%)	2,0%	2,8%	4,3%	1,8%	2,0%	5,1%	3,0%	3,5%
Capitalisation (M€)	593,1	596,4	386,9	265,7	463,8	463,6	463,6	463,6
Valeur d'Entreprise (VE)	860,3	896,6	643,5	410,1	673,4	636,8	458,4	377,9
Cours de référence (€)	24,7	24,8	16,1	11,3	19,8	19,8	19,8	19,8
Nb de titres (Mio)	24,028	24,028	24,028	23,461	23,461	23,461	23,461	23,461
Nb de titres corrigé (Mio)	23,709	23,654	23,655	22,983	22,983	22,983	22,983	22,983
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	11/06/1987							
Cours d'introduction ajusté	25,5 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	465,0	502,5	460,2	413,0	445,1	724,0
CA T2	445,7	481,5	424,3	313,5	491,6	
CA S1	910,7	984,0	884,4	726,5	936,7	
ROP S1	49,2	62,1	31,5	-7,5	61,3	
RN pdg corrigé S1	27,7	40,6	17,7	-15,2	43,4	
Marge opérationnelle S1	5,4%	6,3%	3,6%	-1,0%	6,5%	
Marge nette S1	3,0%	4,1%	2,0%	-2,1%	4,6%	
CA T3	412,5	453,7	375,0	312,4	506,3	
CA T4	417,9	427,4	355,1	325,8	526,8	
CA S2	830,5	881,0	730,2	638,2	1 033,0	
ROP S2	31,6	36,6	8,1	35,7	101,6	
RN pdg corrigé S2	18,5	22,8	6,9	26,1	77,5	
Marge opérationnelle S2	3,8%	4,2%	1,1%	5,6%	9,8%	
Marge nette S2	2,2%	2,6%	0,9%	4,1%	7,5%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	10,0%	8,1%	-8,4%	-10,3%	7,8%	62,7%
CA T2	6,9%	8,0%	-11,9%	-26,1%	56,8%	
CA T3	8,8%	10,0%	-17,3%	-16,7%	62,0%	
CA T4	13,1%	2,3%	-16,9%	-8,3%	61,7%	
CA S1	8,5%	8,0%	-10,1%	-17,9%	28,9%	
CA S2	10,9%	6,1%	-17,1%	-12,6%	61,9%	
ROP S1	+ / ++	26,1%	-49,3%	+ / -	- / +	
ROP S2	20,2%	15,6%	-77,9%	+ / ++	+ / ++	

Historique de cours





JACQUET METALS

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	8,1	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	ND	ND	Non	
Certification 14001	ND	ND	ND	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	26%	26%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	ND	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	35%	26%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	15%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	0,6%	0,6%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	18,9	20,2	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	Code Afep-Medef
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	10	10	10	
<i>dont indépendants</i>	6	8	8	
<i>dont femmes</i>	4	4	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	85%	93%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	57%	58%	59%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	19	9	5	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	75%	99%	98%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

KALRAY
Technologie



Cours : 18,36€ 14 Juin 2022

Objectif : 35,10€

ACHETER (1)
Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0010722819 / ALKAL
Reuters / Bloomberg ALKAL.PA / ALKAL:FP
Indice Euronext GROWTH
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **110,6**
Flottant (%) 41,3%
Nbre de Titres (Mio) 6,023
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
CEA Investissement 5,4%
NXP 8,6%
Autres actionnaires historiques 43,0%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	9,4
PCF	ns	ns	4,5
VE/CA	ns	7,6	1,5
VE/ROP	ns	ns	10,1
PAN	8,3	4,5	2,7
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-9,7%	-19,8%	-5,4%
ROACE	ns	ns	28,6%

CA	1,5	17,1	91,1
CA précédent	1,5	18,3	92,2
var. n/n-1	40,8%	1074,2%	433,6%
EBE	-2,2	-2,2	26,7
ROC	-15,0	-14,1	13,4
% CA	ns	ns	14,8%
ROP	-15,0	-14,1	13,4
% CA	ns	ns	14,8%
RN Pdg publié	-15,1	-14,2	12,3
% CA	ns	ns	13,5%

BNPA	-2,59	-2,27	1,96
BNPA précédent	-2,28	-2,04	1,92
var. n/n-1	ns	ns	ns
BNPA Cor	-2,59	-2,27	1,96
ANPA	4,4	4,1	6,8
Dividende net	0,00	0,00	0,00
DFN	-0,6	11,8	18,0

Maxence Dhoury, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 12
maxence.dhoury@bnpparibas.com

A deux pour attaquer un nouveau chapitre

Activité

Kalray commercialise des processeurs optimisés pour le calcul parallèle, c'est-à-dire qu'ils peuvent exécuter un grand nombre de traitements informatiques de manière simultanée, ainsi que les solutions liées à ces processeurs (cartes, offres logicielles, services). Protégée par 23 familles de brevets, la technologie du groupe répond aux enjeux de ses marchés cibles avec notamment une grande puissance de calcul, une faible consommation électrique, un temps maximal garanti pour exécuter les traitements et une facilité de programmation. Le marqueur de confiance le plus frappant quant à la qualité de la technologie est le soutien d'un nombre important d'industriels, non seulement comme clients mais aussi comme actionnaires. Kalray compte quatre actionnaires industriels (NXP, MBDA, Safran, Alliance Renault-Nissan-Mitsubishi) ainsi que deux actionnaires assimilables à des industriels (Pengpai, Definvest).

Marché / Concurrence

Le groupe consacre prioritairement ses ressources aux data centers haute-performance et aux nouvelles générations de voiture, en particulier autonomes. Chacun de ces usages représente un marché adressable >1Md€ (à moyen-terme pour les serveurs, à long-terme pour l'automobile). De manière annexe et plus récente, Kalray tente également de prendre position sur le marché des réseaux 5G et sur des applications de vision industrielle.

Stratégie / Perspectives

Depuis son IPO en 2018, Kalray a pris du retard au niveau de sa trajectoire de chiffre d'affaires du fait de l'absence de ventes en volume du processeur Bostan (2e génération) et de quelques mois de décalages pour sa 3e génération Coolidge, en partie liés à la crise sanitaire. Pour autant, de nombreux progrès technologiques et commerciaux ont bien été enregistrés. En particulier, les premiers produits commerciaux sont disponibles depuis fin 2021, et doivent fortement contribuer à l'objectif d'environ 100M€ de CA en 2023 (vs 2022 annoncé en 2018). Le groupe a de plus bouclé une acquisition structurante au S1 2022 avec le britannique Arcapix. Affichant déjà ~7M€ de CA et un EBITDA positif en 2020 (31/03/21), Arcapix développe des logiciels (software-defined storage) pour le stockage haute-performance. Cette acquisition 1/ élargit le positionnement de Kalray sur la chaîne de valeur du stockage et donne un accès direct aux clients finaux et 2/ fournit une force commerciale significative (30 personnes en vente et support) alors qu'il a depuis peu des produits à vendre. Arcapix peut en effet être un prescripteur du hardware faisant tourner ses logiciels. Il continuera de proposer des produits externes mais les synergies commerciales envisageables sont évidentes. Les cultures des deux entreprises nous apparaissent nécessairement très différentes mais l'intégration devrait être facilitée par la complémentarité et l'absence totale d'overlap.

Valorisation

Après la hausse des taux, la baisse des comparables et un impact ESG de -10%, notre objectif est abaissé de 48,7€ à 35,1€ et restons à Acheter (1).

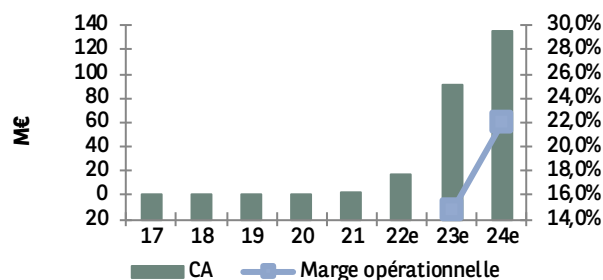
KALRAY

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	0,9	0,8	1,3	1,0	1,5	17,1	91,1	134,6
var. n/n-1	-34,4%	-11,4%	63,2%	-18,3%	40,8%	+ / +	+ / +	47,8%
var. organique	-34,4%	-11,4%	63,2%	-18,3%	40,8%	592,8%	416,0%	47,8%
EBE	-0,2	-1,7	-3,1	-2,9	-2,2	-2,2	26,7	43,5
ROC	-5,6	-6,3	-9,0	-11,7	-15,0	-14,1	13,4	29,7
var. n/n-1	- / -	- / -	- / -	- / -	- / -	- / -	- / +	+ / +
ROP	-6,7	-6,3	-9,1	-11,7	-15,0	-14,1	13,4	29,7
RCAI	-6,8	-8,5	-9,1	-11,8	-15,1	-14,2	13,3	29,6
IS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-3,0
RN Pdg publié	-6,8	-8,5	-9,1	-11,8	-15,1	-14,2	12,3	26,6
RN Pdg corrigé	-6,8	-8,5	-9,1	-11,8	-15,1	-14,2	12,3	26,6
var. n/n-1	- / -	- / -	- / -	- / -	- / -	- / -	- / +	+ / +
Tmva CA 2019 / 2023e	191,3%							
Marge brute (%)	821,8%	1020,0%	735,9%	1011,5%	812,5%	135,9%	77,0%	76,2%
Marge opérationnelle (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	14,8%	22,0%
Marge nette (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	13,5%	19,7%
Taux IS (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,5%	10,2%
Frais de personnel / CA (%)	636,3%	816,6%	627,0%	896,1%	651,3%	93,0%	21,1%	19,9%
CA/effectif (K€)	15	12	17	12	16	-	-	-
var. n/n-1	-34,9%	-19,7%	37,5%	-28,2%	30,3%	-	-	-
Effectif moyen	58	64	76	86	93	-	-	-
var. n/n-1	0,9%	10,3%	18,8%	13,7%	8,0%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	-0,3	35,5	26,7	28,4	25,6	25,4	42,5	73,8
Dettes financières nettes	5,5	-22,5	-9,0	-8,4	-0,6	11,8	18,0	6,5
Autres	3,2	2,3	1,7	1,8	0,5	-3,0	-7,7	-12,4
Capitaux investis	8,4	15,3	19,4	21,9	25,6	34,2	52,7	67,8
Immobilisations nettes	12,1	16,3	22,2	24,0	24,9	33,6	39,5	50,0
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	0,5	0,3	0,6	0,6	0,7	4,2	9,0	13,7
BFR	-3,3	-0,6	-2,2	-1,5	1,3	4,9	22,2	31,5
Actif économique	8,4	15,3	19,4	21,9	25,6	34,2	52,7	67,8
Gearing (%)	-1654,9%	-63,3%	-33,9%	-29,4%	-2,3%	46,3%	42,3%	8,8%
BFR/CA (%)	-372,9%	-77,8%	-177,7%	-148,6%	92,5%	28,6%	24,3%	23,4%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	0,7	0,1
ROE (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	29,0%	36,0%
ROACE (%) après IS normé	ns	ns	ns	ns	ns	ns	28,6%	44,2%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-2,3	-3,5	-5,2	-5,1	-4,8	-2,3	25,6	40,4
Variation BFR	-0,1	-3,3	1,1	-0,5	-2,3	-3,5	-17,3	-9,3
Investissements industriels	-6,8	-8,6	-11,4	-10,5	-13,6	-17,0	-14,5	-19,6
% du CA	780,9%	1104,8%	902,3%	1019,7%	937,5%	99,8%	15,9%	14,5%
Cash Flow Libre	-9,3	-15,3	-15,5	-16,2	-20,7	-22,9	-6,2	11,5
Cessions d'actifs	0,0	0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,6	-4,7	-4,7
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	14,4	40,6	0,1	13,6	11,1	14,1	4,7	4,7
Autres	-0,1	2,6	2,1	1,9	1,8	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-5,0	-28,1	13,5	0,7	7,8	12,4	6,2	-11,5
Dettes financières nettes	5,5	-22,5	-9,0	-8,4	-0,6	11,8	18,0	6,5

Evolution CA et marge opérationnelle



KALRAY

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-2,90	-1,88	-2,01	-2,19	-2,59	-2,27	1,96	4,23
var. n/n-1	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-	+ /++
CFPA	-1,0	-0,8	-1,1	-0,9	-0,8	-0,4	4,1	6,4
ANPA	-0,1	7,9	5,9	5,3	4,4	4,1	6,8	11,7
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	ns							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	-	ns	ns	ns	ns	ns	9,4	4,3
PCF (x)	-	ns	ns	ns	ns	ns	4,5	2,9
PAN (x)	-	2,2	2,7	3,7	8,3	4,5	2,7	1,6
VE/CA (x)	-	ns	ns	ns	ns	7,6	1,5	0,9
VE/EBE (x)	-	ns	ns	ns	ns	ns	5,1	2,8
VE/ROP (x)	-	ns	ns	ns	ns	ns	10,1	4,2
Free Cash Flow Yield (%)	-	-19,4%	-21,1%	-15,2%	-9,7%	-19,8%	-5,4%	9,9%
Rendement (%)	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	-	78,9	73,2	106,1	212,6	117,3	117,3	117,3
Valeur d'Entreprise (VE)	-	56,3	64,2	97,7	212,0	129,1	135,3	123,8
Cours de référence (€)	-	17,4	16,2	19,6	36,5	18,4	18,4	18,4
Nb de titres (Mio)	2,359	4,527	4,528	5,401	5,830	6,391	6,391	6,391
Nb de titres corrigé (Mio)	2,359	4,527	4,528	5,401	5,830	6,282	6,282	6,282
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-1,7%	-1,7%	-1,7%
Date d'introduction	12/06/2018							
Cours d'introduction ajusté	22,0 €							

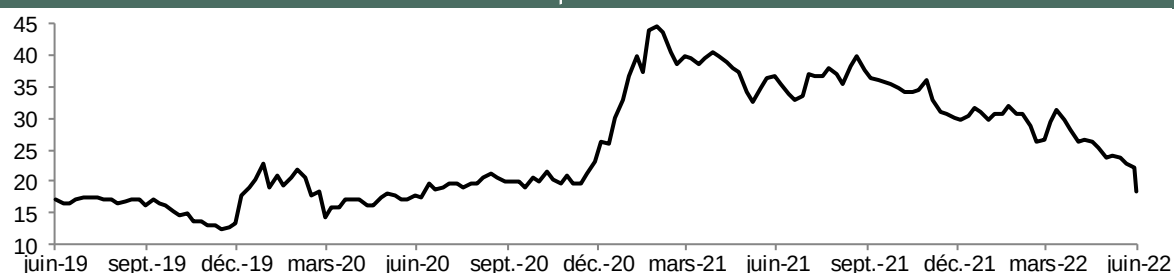
Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2					
CA S1	0,5	0,3	0,5	0,5	0,4
ROP S1	-3,6	-2,8	-4,3	-5,3	-7,6
RN pdg corrigé S1	-3,6	-5,1	-4,4	-5,3	-7,6
Marge opérationnelle S1	ns	ns	ns	ns	ns
Marge nette S1	ns	ns	ns	ns	ns

CA T3					
CA T4					
CA S2	0,4	0,5	0,8	0,5	1,0
ROP S2	-3,1	-3,5	-4,8	-6,4	-7,5
RN pdg corrigé S2	-3,2	-3,5	-4,7	-6,5	-7,5
Marge opérationnelle S2	ns	ns	ns	ns	ns
Marge nette S2	ns	ns	ns	ns	ns

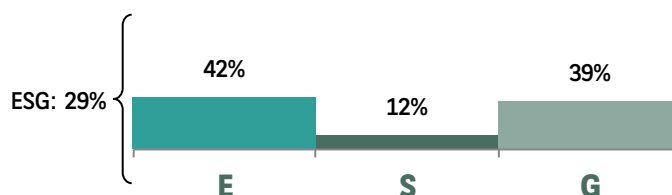
Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	-	-	-	-
CA T2					
CA T3					
CA T4					
CA S1	-/+	-32,2%	41,6%	7,2%	-15,1%
CA S2	-/+	13,3%	78,6%	-32,8%	91,0%
ROP S1	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-
ROP S2	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-

Historique de cours



KALRAY



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	Publication prévue courant 2022
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	80	76	ND	Incalculable en 2021 (25/60 sur la partie calculable)
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	ND	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	Effectif à partir de début 2022
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	Programmes de BSPCE et d'actions gratuites
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	17/22	Middlednext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	9	9	9	
<i>dont indépendants</i>	2	3	2	
<i>dont femmes</i>	0	0	0	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	17%	9,3%	8,6%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Non	
Déclaration de la rémunération du CEO	Non	Non	Non	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	100%	100%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

KAUFMAN & BROAD

Immobilier



Cours : 25,50€

14 Juin 2022

Objectif : 40,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Eligibilité PEA-PME

Euronext
FR0004007813 / KOF
KOF.PA / KOF.FP
CAC Mid 60
Oui

Capitalisation (M€)
Flottant (%)
Nbre de Titres (Mio)
Date de clôture

543,5
58,9%
21,313
31-Déc

Actionnariat

Artimus Participations
Promogim Groupe SAS
Prédica & Spirica
Employés & Autocontrôle

10,7%
13,9%
8,1%
8,3%

	21	22e	23e
PER	18,1	10,1	6,3
PCF	10,8	5,4	4,1
VE/CA	0,6	0,4	0,3
VE/ROP	8,2	4,8	2,8
PAN	3,1	2,0	1,8
Rendement	4,9%	8,1%	7,9%
Free Cash Flow Yield	6,1%	8,4%	28,8%
ROACE	30,7%	31,2%	42,1%

	1 281,8	1 401,9	1 662,3
CA	1 281,8	1 384,6	1 721,5
CA précédent	1 281,8	1 384,6	1 721,5
var. n/n-1	10,2%	9,4%	18,6%
EBE	103,9	119,8	163,8
ROC	98,4	110,8	154,6
% CA	7,7%	7,9%	9,3%
ROP	98,4	110,8	154,6
% CA	7,7%	7,9%	9,3%
RN Pdg publié	43,9	53,6	86,8
% CA	3,4%	3,8%	5,2%

	2,06	2,51	4,07
BNPA	2,06	2,51	4,07
BNPA précédent	2,04	2,48	4,23
var. n/n-1	11,5%	21,7%	62,1%
BNPA Cor	2,06	2,51	4,07
ANPA	11,9	12,5	14,1
Dividende net	2,06	2,01	2,44

	-35,9	-24,0	-116,9
DFN	-35,9	-24,0	-116,9

Arnaud Despre, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 52
arnaud.despre@bnpparibas.com

Relance progressive, A7/A8 pour 2023

Activité

Kaufman & Broad est un pure player de la Promotion immobilière française. Le groupe vise à déployer son activité dans des secteurs géographiques avec un potentiel de développement économique et démographique à moyen terme. Il réalise en 2021 80% de son CA sur la Promotion de logement et 20% dans la Promotion tertiaire. Les ventes aux primo et second accédants représentent en moyenne 5y 17% des réservations, les ventes en bloc 46%. Les zones dites tendues (A, B1) représentent >90% de l'offre commerciale.

Marché / Concurrence

Le business model de Kaufman & Broad fait ressortir une durée d'écoulement des programmes sensiblement inférieure à la moyenne nationale, à 3,7 mois fin 2021 vs 5,5 mois en moyenne 5y et une moyenne nationale à 10,7 mois pour 2021. L'efficacité opérationnelle de Kaufman & Broad, malgré des marges plus faibles que ses concurrents, fait ressortir un ROCE best in class dans les peers côtés. Ce ROCE ressort en moyenne à 27,9% sur cinq ans. Nous pensons que la structure opérationnelle et commerciale de Kaufman & Broad sera un élément clé au moment de la reprise de la délivrance des permis de construire. Les principaux concurrents directs côtés sont Nexity et Bassac.

Stratégie / Perspectives

Le groupe a connu une accélération des réservations fin 2021 (T4 à 567,4M€; +37,2%) pour une stabilité de l'offre commerciale (2 011 logements vs 1 999 n-1) confirmant le bon rythme deancements commerciaux sur la fin d'année (avec un délai d'écoulement toujours très court à 3,7 mois). La part de ventes en bloc se contracte sensiblement en valeur à 46% des réservations vs 67% en n-1 (effet post Covid), à la faveur des primo/second accédants (20% vs 11% n-1). Le BFR est toujours best in class mais sur des niveaux historiquement faibles (8,9% du CA vs 10,5% en n-1) traduisant une relance de la dynamique de délivrance PCs sur la toute fin de l'exercice (stocks en cours et stocks projets faibles; achats terrains etancements commerciaux décalés à début 2022). Soulignons que sur 2021, le nombre de délivrances pour le groupe croit à un rythme nettement supérieur vs marché (+30,3% vs +17,9%). Pas d'inquiétude selon nous sur la marge brute 2022 avec 1/ comme évoqué un mix qui se rééquilibre sur le S2 2022 et 2/ un maintien des marges projets malgré le contexte inflationniste (ICC T3 2021 +6,9% vs n-1; acier x2,7, bois charpente +30%) avec des prix qui sont figés pour l'ensemble de la construction au lancement projet (achat terrain, lancement commercial).

Valorisation

Le groupe absorbe parfaitement l'environnement inflationniste, et n'est finalement impacté qu'au niveau de son portefeuille foncier (-5,5% avec l'accélération commerciale ; meilleure sélectivité projets, travail à marge brute constante 19% en logements) sans dérive sur les coûts d'abandon de projets. Nous ajustons notre objectif à 40€ suite à la mise à jour de notre DCF.

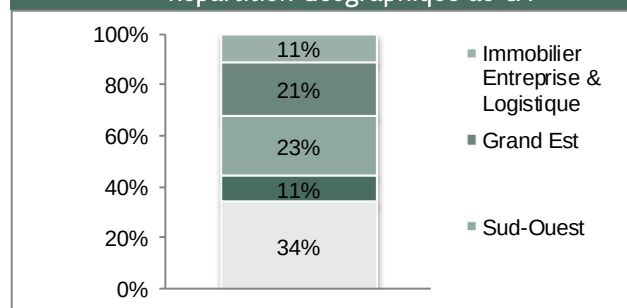
KAUFMAN & BROAD

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	1 390,8	1 558,2	1 472,2	1 163,1	1 281,8	1 401,9	1 662,3	1 786,3
var. n/n-1	12,3%	12,0%	-5,5%	-21,0%	10,2%	9,4%	18,6%	7,5%
var. organique	12,3%	12,0%	-5,5%	-21,0%	10,2%	9,4%	18,6%	7,5%
EBE	122,2	144,2	136,0	84,8	103,9	119,8	163,8	175,2
ROC	118,0	137,2	128,8	80,1	98,4	110,8	154,6	166,1
var. n/n-1	16,5%	16,3%	-6,1%	-37,8%	22,8%	12,6%	39,6%	7,5%
ROP	118,0	137,2	128,8	80,1	98,4	110,8	154,6	166,1
RCAI	112,2	128,4	123,3	70,4	86,2	100,4	143,5	154,7
IS	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
RN Pdg publié	59,1	72,9	76,3	40,1	43,9	53,6	86,8	93,6
RN Pdg corrigé	59,1	72,9	76,3	40,1	43,9	53,6	86,8	93,6
var. n/n-1	28,6%	23,3%	4,6%	-47,4%	9,3%	22,1%	62,1%	7,8%
Tmva CA 2019 / 2023e	3,1%							
Marge brute (%)	19,4%	19,3%	19,3%	17,8%	17,4%	18,0%	18,5%	18,5%
Marge opérationnelle (%)	8,5%	8,8%	8,7%	6,9%	7,7%	7,9%	9,3%	9,3%
Marge nette (%)	4,3%	4,7%	5,2%	3,5%	3,4%	3,8%	5,2%	5,2%
Taux IS (%)	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,2%
Frais de personnel / CA (%)	5,5%	5,1%	5,5%	-	-	-	-	-
CA/effectif (K€)	1 711	1 765	1 696	-	-	-	-	-
var. n/n-1	2,0%	3,2%	-3,9%	-	-	-	-	-
Effectif moyen	813	883	868	-	-	-	-	-
var. n/n-1	10,2%	8,6%	-1,7%	-	-	-	-	-

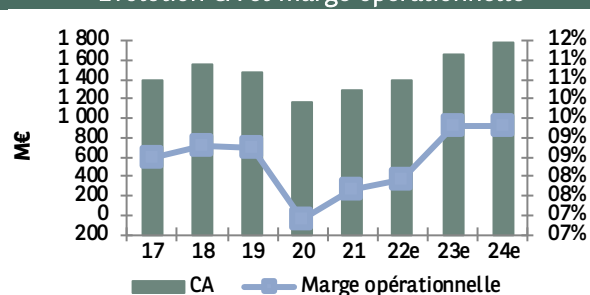
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	197,3	247,5	282,9	266,4	255,1	265,9	300,6	338,0
Dettes financières nettes	33,1	-50,0	-56,0	-62,5	-35,9	-24,0	-116,9	-151,9
Autres	0,5	1,7	14,8	27,1	6,6	35,3	62,5	91,0
Capitaux investis	249,0	213,4	252,8	240,0	238,5	287,6	255,8	285,9
Immobilisations nettes	187,2	179,3	177,7	199,4	211,2	215,3	216,2	217,0
dont écarts d'acquisition	68,7	68,7	68,7	68,7	68,7	68,7	68,7	68,7
dont financières	17,1	8,0	7,8	12,8	17,7	19,9	22,3	24,8
BFR	147,6	110,8	151,6	122,1	113,7	160,9	130,5	162,4
Actif économique	249,0	213,4	252,8	240,0	238,5	287,6	255,8	285,9
Gearing (%)	15,4%	-19,1%	-19,0%	-22,7%	-13,4%	-8,7%	-37,7%	-43,8%
BFR/CA (%)	10,6%	7,1%	10,3%	10,5%	8,9%	11,5%	7,9%	9,1%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,3	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	30,0%	29,5%	27,0%	15,1%	17,2%	20,2%	28,9%	27,7%
ROACE (%) après IS normé	37,2%	41,2%	40,5%	25,0%	30,7%	31,2%	42,1%	45,4%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	103,8	115,5	124,0	70,1	74,0	100,3	133,7	143,3
Variation BFR	-5,3	-11,1	9,1	7,0	-8,1	-47,2	30,4	-31,8
Investissements industriels	-5,8	-8,1	-6,1	-4,8	-17,0	-7,4	-7,6	-7,5
% du CA	0,4%	0,5%	0,4%	0,4%	1,3%	0,5%	0,5%	0,4%
Cash Flow Libre	92,7	96,3	127,0	72,3	48,8	45,7	156,5	104,0
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,4	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-7,5	-13,9	-48,7	-38,0	-39,3	-42,9	-52,1	-56,2
Augmentation de capital	7,4	0,0	7,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-40,5	0,3	-80,1	-28,6	-36,2	-14,6	-11,6	-12,8
Variation dettes financières nettes	-52,0	-83,1	-6,0	-6,5	26,7	11,8	-92,9	-35,0
Dettes financières nettes	33,1	-50,0	-56,0	-62,5	-35,9	-24,0	-116,9	-151,9

Répartition Géographique du CA



Evolution CA et marge opérationnelle



KAUFMAN & BROAD

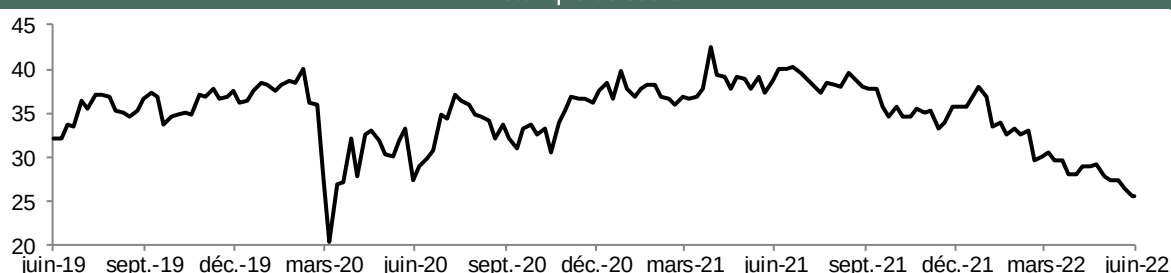
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	2,97	3,44	3,55	1,85	2,06	2,51	4,07	4,39
var. n/n-1	26,6%	15,9%	3,3%	-47,9%	11,5%	21,7%	62,1%	7,8%
CFPA	5,0	5,4	5,7	3,3	3,5	4,7	6,3	6,7
ANPA	9,5	11,6	12,9	12,5	11,9	12,5	14,1	15,9
Dividende net (versé en n+1)	2,10	2,50	1,75	1,85	2,06	2,01	2,44	2,63
Payout (%)	70,8%	72,7%	49,3%	99,9%	99,8%	80,0%	60,0%	60,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	3,5%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	2,6%							

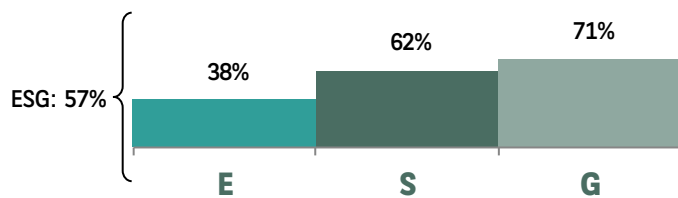
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	12,6	11,8	9,9	18,1	18,1	10,1	6,3	5,8
PCF (x)	7,5	7,5	6,2	10,2	10,8	5,4	4,1	3,8
PAN (x)	3,9	3,5	2,7	2,7	3,1	2,0	1,8	1,6
VE/CA (x)	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,4	0,3	0,2
VE/EBE (x)	6,9	5,9	5,4	8,1	7,7	4,4	2,7	2,3
VE/ROP (x)	7,1	6,2	5,7	8,6	8,2	4,8	2,8	2,4
Free Cash Flow Yield (%)	11,9%	11,1%	16,5%	10,1%	6,1%	8,4%	28,8%	19,1%
Rendement (%)	4,9%	5,2%	7,1%	5,2%	4,9%	8,1%	7,9%	9,6%
Capitalisation (M€)	789,9	890,1	774,9	742,0	826,0	543,5	543,5	543,5
Valeur d'Entreprise (VE)	841,1	854,3	730,0	688,4	802,8	530,0	436,2	400,3
Cours de référence (€)	37,5	40,7	35,1	33,6	37,4	25,5	25,5	25,5
Nb de titres (Mio)	21,074	21,864	22,088	22,088	22,088	21,313	21,313	21,313
Nb de titres corrigé (Mio)	20,782	21,385	21,878	21,373	21,414	21,313	21,313	21,313
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	07/02/2000							
Cours d'introduction ajusté	23,0 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	287,7	328,0	328,1	299,2	285,9	279,0
CA T2	340,0	448,9	375,7	85,8	319,9	
CA S1	627,7	776,9	703,8	385,0	605,8	
ROP S1	48,8	71,5	62,7	12,3	45,9	
RN pdg corrigé S1	20,2	37,8	38,5	2,1	22,7	
Marge opérationnelle S1	7,8%	9,2%	8,9%	3,2%	7,6%	
Marge nette S1	3,2%	4,9%	5,5%	0,5%	3,7%	
CA T3	320,2	319,4	325,9	272,4	283,6	
CA T4	442,9	461,9	442,5	505,7	392,4	
CA S2	763,1	781,3	768,4	778,1	676,0	
ROP S2	69,2	65,7	66,1	67,8	52,5	
RN pdg corrigé S2	38,9	35,1	37,8	38,0	21,2	
Marge opérationnelle S2	9,1%	8,4%	8,6%	8,7%	7,8%	
Marge nette S2	5,1%	4,5%	4,9%	4,9%	3,1%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	25,3%	14,0%	0,0%	-8,8%	-4,4%	-2,4%
CA T2	-1,5%	32,0%	-16,3%	-77,2%	+ / ++	
CA T3	22,9%	-0,2%	2,0%	-16,4%	4,1%	
CA T4	10,0%	4,3%	-4,2%	14,3%	-22,4%	
CA S1	9,2%	23,8%	-9,4%	-45,3%	57,4%	
CA S2	15,1%	2,4%	-1,7%	1,3%	-13,1%	
ROP S1	7,0%	46,5%	-12,3%	-80,4%	+ / ++	
ROP S2	24,3%	-5,1%	0,7%	2,6%	-22,6%	

Historique de cours





KAUFMAN & BROAD

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	1,0	1,0	1,0	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	50%	51%	51%	
Index égalité salariale femmes / hommes	86	86	88	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	1,9%	1,5%	1,5%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	75%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	18%	23%	19%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	3 137	3 356	3 363	
Taux d'absentéisme	4,5%	4,4%	4,3%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	10	10	10	
<i>dont indépendants</i>	7	7	8	
<i>dont femmes</i>	5	5	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	89%	94%	98%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	0,0%	22%	0,0%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	34,75	35,15	32	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	95%	96%	96%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

KORIAN

Santé



Cours : 14,20€ 14 Juin 2022

Objectif : 26,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0010386334 / KORI
Reuters / Bloomberg	KORI.PA / KORI:FP
Indice	CAC Mid 60
Eligibilité PEA-PME	Non

Capitalisation (M€)	1 499,8
Flottant (%)	37,0%
Nbre de Titres (Mio)	105,619
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Predica	24,4%
Groupe Malakoff Médéric	7,7%
Investissements PSP	6,5%
Flottant	61,4%

	21	22e	23e
PER	19,7	9,3	6,8
PCF	4,2	1,9	1,6
VE/CA	1,6	0,9	0,8
VE/ROP	20,1	10,9	8,4
PAN	0,9	0,4	0,4
Rendement	1,0%	2,5%	2,8%
Free Cash Flow Yield	4,1%	77,1%	38,6%
ROACE	4,5%	4,3%	5,6%

CA	4 310,8	4 634,2	5 143,9
CA précédent	4 310,8	4 634,1	5 143,9
var. n/n-1	11,3%	7,5%	11,0%
EBE	1 009,8	1 112,2	1 270,5
ROC	368,5	440,2	524,7
% CA	8,5%	9,5%	10,2%
ROP	341,9	400,2	504,7
% CA	7,9%	8,6%	9,8%
RN Pdg publié	94,7	127,9	201,4
% CA	2,2%	2,8%	3,9%

BNPA	0,90	1,21	1,91
BNPA précédent	0,90	1,22	1,92
var. n/n-1	140,4%	35,0%	57,5%
BNPA Cor	1,54	1,53	2,10
ANPA	33,1	34,0	35,5
Dividende net	0,35	0,40	0,50

DFN	3 400,8	2 581,8	2 444,9

Gaétan Calabro, Analyste Financier
+33 (0)2 40 44 94 68
gaetan.calabro@bnpparibas.com

L'environnement médiatique pèse sur le titre

Activité

Korian est un leader européen de la prise en charge globale de la dépendance en établissement (maisons de retraite, cliniques SSR et psy, résidences seniors, services & soins à domicile, etc.) à travers trois familles d'activité (Soins de longue durée : 65% CA ; Santé : 24% CA ; Domicile : 11% CA). Le groupe dispose d'un parc de 1 143 établissements représentant 91 808 lits dans 7 pays en Europe : France (49%), Allemagne (25%), Belgique (12%), Italie (11%), Pays-Bas (2%), Espagne (2%) et Royaume-Uni (0,5%).

Marché / Concurrence

Le marché de la prise en charge de la dépendance est un marché relativement jeune (20/30 ans) qui profite de facteurs structurellement porteurs : 1/ progression constante de la demande liée au vieillissement de la population et à la part grandissante des personnes âgées en situation de dépendance (+50% d'ici 2040 en France et 2030 en Europe selon l'Insee), 2/ inadéquation de l'offre existante (capacités d'accueil insuffisantes et en partie inadéquates) et 3/ prise de conscience collective des enjeux relatifs à la dépendance. Le business model du secteur privé commercial est remis en cause depuis la publication du livre-enquête "Les Fossoyeurs" visant Orpéa. Si sa nationalisation semble improbable (reconstruction du parc bien trop conséquente pour les seuls pouvoirs publics : c.300k lits, soit la moitié du parc français pour une enveloppe estimée jusqu'à 40Mds€), une refonte du système et à un accroissement de la réglementation (voir la création d'un organisme de contrôle indépendant) semblent inévitables.

Stratégie / Perspectives

Les objectifs du plan "Le Soins à Cœur" tablent sur le maintien d'une croissance >8% sur les prochains exercices grâce à une politique de croissance externe dynamique dans les sept pays où Korian implanté pour atteindre un CA >5Mds€ d'ici 2023. L'ambition du management est d'aboutir à un pôle médical >40% du CA 2023 (vs. 35% actuellement) avec un effet-mix favorable. Les développements greenfields devraient connaître une accélération : d'une mise en service de 1 800 lits en 2021 à 2 500 en 2022 et c.3 000 par la suite. La stratégie immobilière devrait porter le taux de détention de 25% à 30% à horizon 2023 avec un programme de rénovation du parc porté à 50%. Concernant le volet ESG, le groupe ambitionne d'être 1/ l'employeur de référence du secteur, 2/ le 1er réseau européen de soins 100% certifié ISO 9001 à horizon 2023 (c.1/3 à date) et 3/ d'adopter le statut de société à mission. Il vient par ailleurs de lancer KORUS, son premier programme d'actionnariat salarié. Côté perspectives, le groupe a récemment confirmé sa guidance 2022 : CA >4% org avec une « normalisation progressive » de la marge d'EBITDA. Après plusieurs semaines d'attente afin de suivre l'évolution des multiples, il devrait relancer sa politique d'acquisition bolt-on.

Valorisation

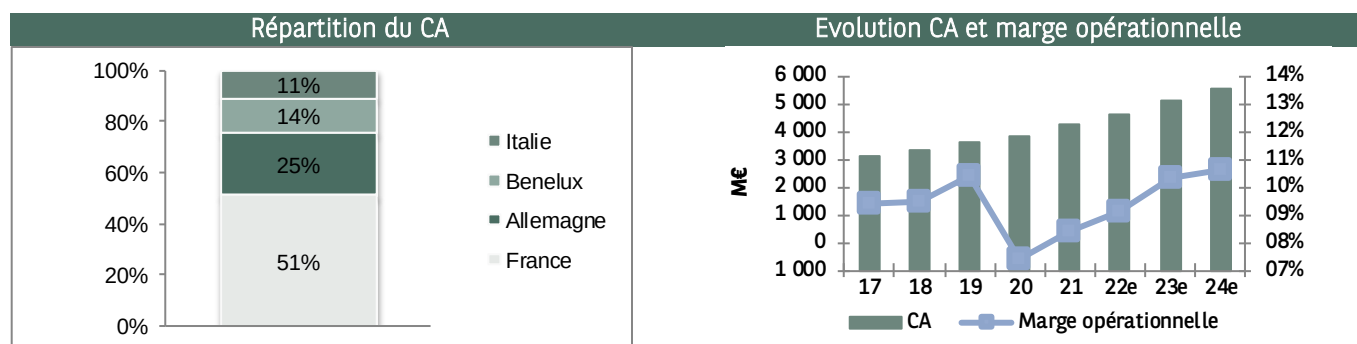
Objectif : 26€/action par DCF. L'environnement médiatique (Cash Investigation début mars ; Action collective début juin avec 30 plaintes déposées par 18 familles de résidents) continue de porter atteinte à la réputation du groupe et de mettre le titre sous pression.

KORIAN

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	3 130,9	3 336,5	3 612,5	3 874,0	4 310,8	4 634,2	5 143,9	5 555,4
var. n/n-1	5,0%	6,6%	8,3%	7,2%	11,3%	7,5%	11,0%	8,0%
var. organique	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%	5,9%	4,5%	6,0%	5,0%
EBE	433,5	477,1	884,9	861,1	1 009,8	1 112,2	1 270,5	1 388,9
ROC	272,2	317,4	364,9	295,1	368,5	440,2	524,7	583,3
var. n/n-1	4,7%	16,6%	15,0%	-19,1%	24,9%	19,5%	19,2%	11,2%
ROP	279,1	299,3	358,6	265,9	341,9	400,2	504,7	563,3
RCAI	158,5	177,6	175,5	60,1	132,0	182,4	273,2	313,3
IS	3,6	-52,6	-59,3	-17,2	-13,5	-51,1	-68,3	-78,3
RN Pdg publié	159,1	123,1	114,7	39,4	94,7	127,9	201,4	231,5
RN Pdg corrigé	158,1	139,7	122,0	65,7	162,2	162,1	221,8	251,9
var. n/n-1	0,4%	-11,6%	-12,7%	-46,2%	+ / ++	-0,1%	36,9%	13,6%
Tmva CA 2019 / 2023e	9,2%							
Marge brute (%)	92,1%	91,9%	92,6%	92,6%	93,1%	93,0%	93,1%	93,1%
Marge opérationnelle (%)	8,9%	9,0%	9,9%	6,9%	7,9%	8,6%	9,8%	10,1%
Marge nette (%)	5,1%	4,2%	3,4%	1,7%	3,8%	3,5%	4,3%	4,5%
Taux IS (%)	-2,2%	29,6%	33,8%	28,6%	10,2%	28,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	51,6%	51,6%	53,1%	57,9%	58,8%	58,3%	57,7%	57,4%
CA/effectif (K€)	70	64	65	67	68	-	-	-
var. n/n-1	-11,7%	-8,0%	0,5%	4,4%	1,5%	-	-	-
Effectif moyen	44 917	52 000	56 000	57 500	63 008	-	-	-
var. n/n-1	18,9%	15,8%	7,7%	2,7%	9,6%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	2 462,0	2 556,2	2 558,2	3 157,0	3 500,3	3 591,2	3 750,4	3 929,1
Dettes financières nettes	2 340,0	2 755,8	2 555,3	2 935,9	3 400,8	2 581,8	2 444,9	2 230,6
Autres	606,0	585,1	575,3	627,5	591,3	591,3	591,3	591,3
Capitaux investis	5 420,0	5 908,9	5 700,2	6 885,9	7 763,6	7 038,2	7 063,1	7 030,2
Immobilisations nettes	6 186,0	6 624,5	10 035,0	11 314,6	12 109,8	12 137,8	12 191,9	12 186,4
dont écarts d'acquisition	666,8	666,8	666,8	666,8	666,8	666,8	666,8	666,8
dont financières	263,0	197,4	114,4	149,1	157,5	157,5	157,5	157,5
BFR	-503,0	-518,2	-4 220,4	-4 279,5	-4 188,6	-4 942,1	-4 971,3	-4 998,6
Actif économique	5 420,0	5 908,9	5 700,2	6 885,9	7 763,6	7 038,2	7 063,1	7 030,2
Gearing (%)	94,6%	107,3%	99,4%	88,4%	90,2%	66,8%	60,7%	53,0%
BFR/CA (%)	-16,1%	-15,5%	-116,8%	-110,5%	-97,2%	-106,6%	-96,6%	-90,0%
Dettes financières nettes/EBE (x)	5,4	5,8	2,9	3,4	3,4	2,3	1,9	1,6
ROE (%)	6,5%	4,8%	4,5%	1,2%	2,7%	3,6%	5,4%	5,9%
ROACE (%) après IS normé	5,3%	3,9%	4,2%	3,3%	4,5%	4,3%	5,6%	6,2%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	266,0	313,9	642,4	626,7	764,5	802,5	950,0	1 039,7
Variation BFR	-17,7	17,2	-3,3	13,0	-93,9	753,4	29,2	27,3
Investissements industriels	-188,7	-264,6	-326,3	-520,1	-538,6	-400,0	-400,0	-400,0
% du CA	6,0%	7,9%	9,0%	13,4%	12,5%	8,6%	7,8%	7,2%
Cash Flow Libre	59,6	66,5	312,8	119,6	131,9	1 156,0	579,2	667,1
Cessions d'actifs	3,7	3,2	31,4	64,9	93,8	50,0	50,0	50,0
Investissements financiers	-146,0	-101,9	-341,3	-641,9	-390,3	-350,0	-450,0	-450,0
Dividendes	-30,6	-25,0	-33,4	-10,4	-36,4	-37,0	-42,2	-52,8
Augmentation de capital	0,0	0,1	0,0	640,8	92,5	0,0	0,0	0,0
Autres	88,6	-358,7	231,1	-553,6	-	-	-	-
Variation dettes financières nettes	24,6	415,8	-200,6	380,7	464,9	-819,0	-137,0	-214,3
Dettes financières nettes	2 340,0	2 755,8	2 555,3	2 935,9	3 400,8	2 581,8	2 444,9	2 230,6



KORIAN

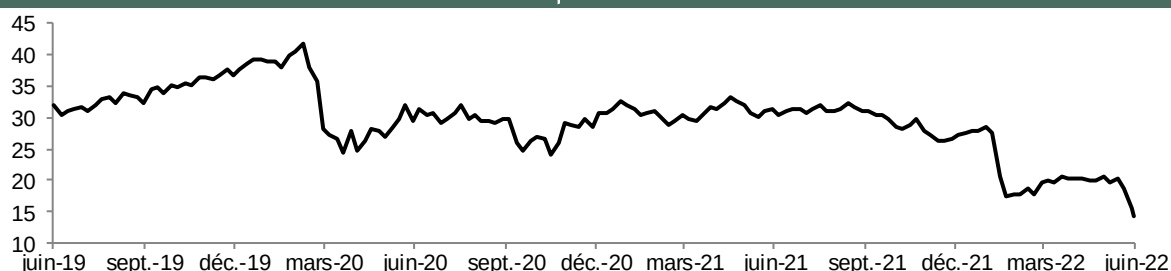
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	2,01	1,51	1,41	0,37	0,90	1,21	1,91	2,19
var. n/n-1	0,4%	-14,3%	-12,7%	-58,4%	+ / ++	-0,1%	36,9%	13,6%
CFPA	3,4	3,9	7,9	5,9	7,2	7,6	9,0	9,8
ANPA	31,1	31,4	31,4	29,9	33,1	34,0	35,5	37,2
Dividende net (versé en n+1)	0,60	0,60	0,00	0,30	0,35	0,40	0,50	0,55
Payout (%)	30,0%	35,0%	0,0%	48,2%	22,8%	26,1%	23,8%	23,1%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	8,9%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	3,4%							

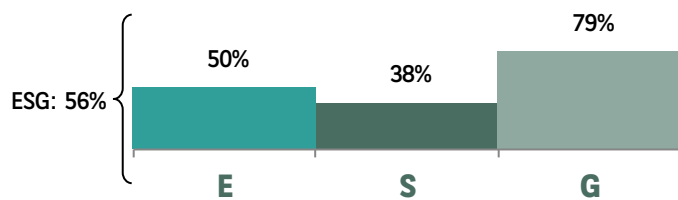
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	13,2	15,9	22,0	49,2	19,7	9,3	6,8	6,0
PCF (x)	7,8	7,1	4,2	5,2	4,2	1,9	1,6	1,4
PAN (x)	0,8	0,9	1,1	1,0	0,9	0,4	0,4	0,4
VE/CA (x)	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	0,9	0,8	0,7
VE/EBE (x)	10,2	10,4	5,9	7,4	6,8	3,9	3,3	2,9
VE/ROP (x)	15,9	16,7	14,6	23,8	20,1	10,9	8,4	7,1
Free Cash Flow Yield (%)	2,9%	3,0%	11,6%	3,7%	4,1%	77,1%	38,6%	44,5%
Rendement (%)	2,3%	2,2%	1,8%	0,0%	1,0%	2,5%	2,8%	3,5%
Capitalisation (M€)	2 079,4	2 217,5	2 685,7	3 230,0	3 202,9	1 499,4	1 499,4	1 499,4
Valeur d'Entreprise (VE)	4 431,4	4 985,1	5 252,4	6 331,5	6 874,8	4 355,1	4 220,8	4 009,3
Cours de référence (€)	26,3	27,2	33,0	30,6	30,3	14,2	14,2	14,2
Nb de titres (Mio)	79,040	81,484	81,484	105,594	105,594	105,594	105,594	105,594
Nb de titres corrigé (Mio)	79,068	81,512	81,512	105,594	105,594	105,594	105,594	105,594
% de la dilution	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	23/11/2006							
Cours d'introduction ajusté	34,5 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22	23	24
CA T1	764,0	806,0	871,6	941,6	1 018,2	1 093,9	-	-
CA T2	778,0	828,0	895,7	935,0	1 089,3			-
CA S1	1 542,0	1 634,0	1 767,3	1 876,6	2 107,5			-
ROP S1	125,0	147,6	173,5	120,1	139,1			-
RN pdg corrigé S1	36,3	51,4	52,8	20,9	65,0			-
Marge opérationnelle S1	8,1%	9,0%	9,8%	6,4%	6,6%			-
Marge nette S1	2,4%	3,1%	3,0%	1,1%	3,1%			-
CA T3	791,0	840,0	910,3	961,1	1 082,3			-
CA T4	802,0	863,0	934,9	1 036,3	1 121,0			-
CA S2	1 593,0	1 702,0	1 845,2	1 997,4	2 203,3			-
ROP S2	154,1	151,7	185,1	145,8	202,7			-
RN pdg corrigé S2	121,8	88,3	69,2	44,8	97,2			-
Marge opérationnelle S2	9,7%	8,9%	10,0%	7,3%	9,2%			-
Marge nette S2	7,6%	5,2%	3,7%	2,2%	4,4%			-

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>								
CA T1	4,6%	5,5%	8,1%	8,0%	8,1%	7,4%	-	-
CA T2	5,1%	6,4%	8,2%	4,4%	16,5%			-
CA T3	5,0%	6,2%	8,4%	5,6%	12,6%			-
CA T4	5,1%	7,6%	8,3%	10,8%	8,2%			-
CA S1	4,9%	6,0%	8,2%	6,2%	12,3%			-
CA S2	5,1%	6,8%	8,4%	8,3%	10,3%			-
ROP S1	9,6%	18,1%	17,6%	-30,8%	15,8%			-
ROP S2	27,0%	-1,6%	22,0%	-21,2%	39,1%			-

Historique de cours





KORIAN

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Oui	Oui	Oui	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	DEU
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	82%	82%	81%	
Index égalité salariale femmes / hommes	1	1	1	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	2,6%	3,6%	4,5%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	46%	57%	ND	9,7% des collaborateurs engagés dans un programme de formation qualifiante (+170pb vs. 2020 et obj. 10% d'ici 2023).
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	22%	20%	21%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	Certification "Top Employer" en Allemagne 2020 et France 2022.
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	ND	ND	Non	A partir de 2022 avec le lancement de KORUS 2022 (annoncé le 28/03/2022), premier plan d'actionnariat salarié au profit de l'ensemble des collaborateurs du groupe.
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	406	0,4% du capital en 2021.
Taux d'absentéisme	8,3%	14%	12%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	52,0	57,0	48,0	Impact covid 2020.
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenlex	Oui	Oui	Oui	Afep-Medef
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	11	11	11	
<i>dont indépendants</i>	5	6	5	
<i>dont femmes</i>	4	5	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	Deux représentants des salariés au conseil d'administration.
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Oui	Oui	Oui	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	24%	24%	24%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	24	25	13	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	75%	81%	90%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

LACROIX

Industrie



Cours : 32,80€ 14 Jun 2022

Objectif : 51,10€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FRO000066607 / LACR
Reuters / Bloomberg LACP.PA / LACR FP
Indice CAC Small
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **158,4**
Flottant (%) 26,8%
Nbre de Titres (Mio) 4,829
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Famille BEDOUIN 62,4%
Fidelity 7,8%
Autodétention 3,0%
Flottant 26,8%

	21	22e	23e
PER	8,6	9,4	7,1
PCF	9,3	3,8	3,2
VE/CA	0,6	0,4	0,4
VE/ROP	18,5	10,6	7,9
PAN	1,2	0,9	0,8
Rendement	1,7%	2,6%	3,2%
Free Cash Flow Yield	-14,7%	-0,4%	13,2%
ROACE	6,6%	5,8%	7,2%

	2021	2022	2023
CA	501,5	662,4	714,9
CA précédent	501,5	662,4	714,9
var. n/n-1	13,7%	32,1%	7,9%
EBE	31,0	48,3	58,0
ROC	18,1	27,5	35,1
% CA	3,6%	4,1%	4,9%
ROP	17,2	27,5	35,1
% CA	3,4%	4,1%	4,9%
RN Pdg publié	21,6	16,3	21,7
% CA	4,3%	2,5%	3,0%

	2021	2022	2023
BNPA	4,62	3,49	4,64
BNPA précédent	4,62	3,49	4,64
var. n/n-1	-	-24,5%	33,1%
BNPA Cor	4,62	3,49	4,64
ANPA	32,9	35,6	39,2
Dividende net	0,85	1,05	1,39

	2021	2022	2023
DFN	104,7	109,3	93,9

Jeremy Sallée, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30
jeremy.sallee@bnpparibas.com

Maintien le cap malgré l'environnement difficile

Activité

Lacroix est présent dans trois activités : 1/ Electronics (64% CA 2021), 2/ City (22% CA 2021) et 3/ Environment (14% CA 2021). Electronics intervient en tant qu'équipementier et/ou sous-traitant dans la conception et l'industrialisation de produits électroniques grâce à quatre sites de production en France, Pologne, Tunisie et Allemagne, essentiellement dédiés aux petites et moyennes séries. City propose aux collectivités locales et entreprises des travaux publics des produits et/ou services en signalisation routière et éclairage urbain avec notamment une présence forte en France et en Espagne. Environment conçoit et commercialise des solutions complètes de télégestion (électronique, télécoms, logiciels) pour la gestion à distance 1/ des réseaux d'eau et d'énergie des collectivités via sa filiale Sofrel et 2/ des smart grid depuis l'acquisition de SAE en Allemagne en 2019.

Marché / Concurrence

Electronics est positionné sur le marché des petites et moyennes séries où les grands noms de la sous-traitance mondiale (Soletron, Flextronics) sont peu présents. Lacroix affronte : 1/ des entreprises de taille modeste positionnées sur les courtes séries (Asteel, Novatech), et 2/ des fabricants de matériels électroniques qui proposent des services de sous-traitance pour optimiser leur plan de charge. Sur City, le marché de la signalisation souffre en France des contraintes budgétaires sur les collectivités locales (concurrents Signature, Signaux Girod, Colas...). En télégestion, Lacroix estime sa part de marché à ~85% en France. La concurrence émane de sociétés régionales ou de filiales spécialisées de groupes multinationaux (Schneider, Motorola, Siemens) mais aucun intervenant identifié n'offre un niveau d'intégration aussi important que celui de Lacroix.

Stratégie / Perspectives

Dans un environnement de marché fortement pénalisé par les pénuries en composants électroniques Lacroix a démontré en 2021 sa capacité de rebond et la résilience de ses marges soutenue par la forte rentabilité d'Environment (MOC 2021 21,3%, 73% ROC groupe) et le redressement progressif de City. En 2022, malgré la persistance de ces difficultés, Lacroix maintient le cap et confirme viser un CA en croissance >30% et une marge d'EBITDA supérieure à 2021 (>6,2%). Suite à l'acquisition structurante de Firstronic fin 2021 (CA 140M\$ et EBITDA >9%), qui vient renforcer l'activité Electronics sur le marché américain, Lacroix a déjà réalisé une avancée majeure dans l'atteinte des objectifs du plan leadership 2025 présenté en avril 2021. Pour rappel ce plan vise à horizon 2025 l'atteinte d'un CA de 800M€ et une marge d'EBITDA de l'ordre de 9% M&A inclus. Sur la base de nos calculs, ces objectifs impliquent un TCAM org. 20-25 de 7,3% à 9% et une enveloppe M&A maximum de l'ordre de 120-170M€ de CA à acquérir dont déjà environ 130M€ ont été réalisés via l'acquisition de Firstronic.

Valorisation

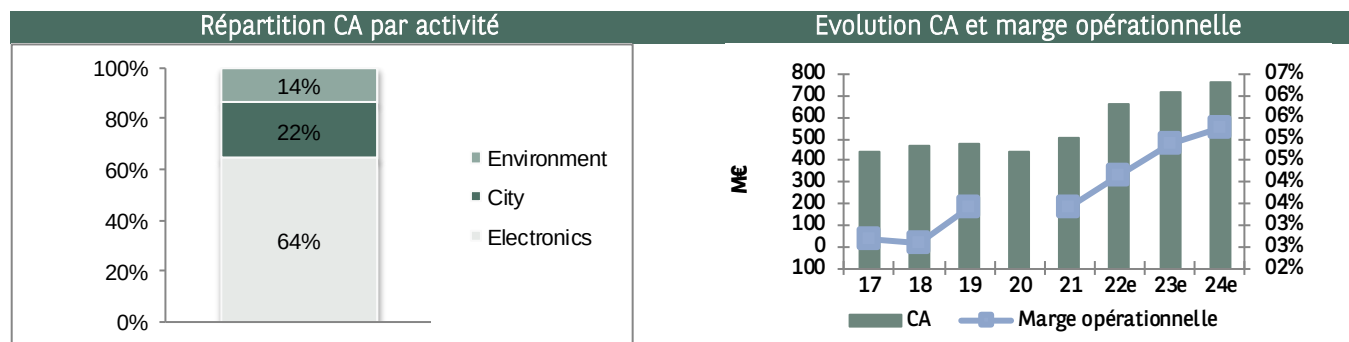
Notre valorisation repose sur un DCF (59€) et sur une SOTP (44€).

LACROIX

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	441,4	468,3	481,6	441,0	501,5	662,4	714,9	763,6
var. n/n-1	3,0%	6,1%	2,8%	-8,4%	13,7%	32,1%	7,9%	6,8%
var. organique	3,0%	6,1%	0,4%	-	13,3%	6,2%	7,9%	6,8%
EBE	21,7	25,6	30,2	26,1	31,0	48,3	58,0	64,7
ROC	12,4	15,0	20,8	14,4	18,1	27,5	35,1	40,3
var. n/n-1	53,8%	21,1%	38,2%	-30,6%	25,9%	51,6%	27,8%	14,7%
ROP	11,8	12,0	16,3	-	17,2	27,5	35,1	40,3
RCAI	11,3	11,1	15,3	-	23,0	25,4	33,1	38,6
IS	-3,1	-2,6	-4,2	-	-0,6	-6,3	-8,3	-9,7
RN Pdg publié	8,0	8,2	10,6	-	21,6	16,3	21,7	25,6
RN Pdg corrigé	8,0	8,2	10,6	-	21,6	16,3	21,7	25,6
var. n/n-1	-/+	2,6%	29,0%	-	-/+	-24,5%	33,1%	18,0%
Tmva CA 2019 / 2023e	10,4%							
Marge brute (%)	41,1%	41,1%	41,7%	-	41,3%	41,4%	41,6%	41,7%
Marge opérationnelle (%)	2,7%	2,6%	3,4%	-	3,4%	4,1%	4,9%	5,3%
Marge nette (%)	1,8%	1,8%	2,2%	-	4,3%	2,5%	3,0%	3,4%
Taux IS (%)	27,0%	23,2%	27,3%	-	2,6%	25,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	-23,4%	-24,0%	-25,5%	-	-25,7%	-	-	-
CA/effectif (K€)	107	111	113	-	121	-	-	-
var. n/n-1	-0,1%	3,7%	1,6%	-	-/+	-	-	-
Effectif moyen	4 117	4 213	4 263	-	4 135	-	-	-
var. n/n-1	3,1%	2,3%	1,2%	-	-/+	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	93,5	100,1	96,4	96,8	154,1	166,4	183,2	202,3
Dettes financières nettes	29,9	34,5	56,7	32,2	104,7	109,3	93,9	77,0
Autres	20,8	21,0	33,1	50,9	60,2	60,2	60,2	60,2
Capitaux investis	144,5	155,9	193,0	191,1	345,3	364,9	369,5	375,1
Immobilisations nettes	74,4	79,0	108,2	130,1	250,6	262,8	262,8	262,8
dont écarts d'acquisition	15,9	15,9	37,7	44,1	84,4	84,4	84,4	84,4
dont financières	1,6	3,7	7,0	8,0	5,3	5,3	5,3	5,3
BFR	71,7	80,6	91,8	69,0	100,0	107,4	112,0	117,6
Actif économique	144,5	155,9	193,0	191,1	345,3	364,9	369,5	375,1
Gearing (%)	31,9%	34,3%	55,0%	29,8%	58,0%	55,9%	43,6%	32,4%
BFR/CA (%)	16,2%	17,2%	19,1%	15,6%	19,9%	16,2%	15,7%	15,4%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,4	1,3	1,9	1,2	3,4	2,3	1,6	1,2
ROE (%)	8,6%	8,2%	11,0%	-	14,0%	9,8%	11,9%	12,7%
ROACE (%) après IS normé	6,3%	7,7%	8,7%	-	6,6%	5,8%	7,2%	8,1%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	14,5	20,7	22,0	0,0	19,9	39,9	47,7	53,4
Variation BFR	5,0	-10,0	-15,7	0,0	-15,7	-7,4	-4,6	-5,5
Investissements industriels	-12,4	-10,5	-6,8	0,0	-31,7	-33,1	-22,9	-24,4
% du CA	2,8%	2,2%	1,4%	0,0%	6,3%	5,0%	3,2%	3,2%
Cash Flow Libre	7,0	0,2	-0,5	0,0	-27,4	-0,6	20,3	23,4
Cessions d'actifs	0,3	0,4	4,9	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,1	-0,1	-16,3	0,0	-72,4	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-1,8	-2,5	-2,9	0,0	-3,8	-4,0	-4,9	-6,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	43,2	0,0	0,0	0,0
Autres	-10,0	6,6	-7,3	24,5	-13,6	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-4,6	4,6	22,2	-24,5	72,5	4,6	-15,4	-16,9
Dettes financières nettes	29,9	34,5	56,7	32,2	104,7	109,3	93,9	77,0



LACROIX

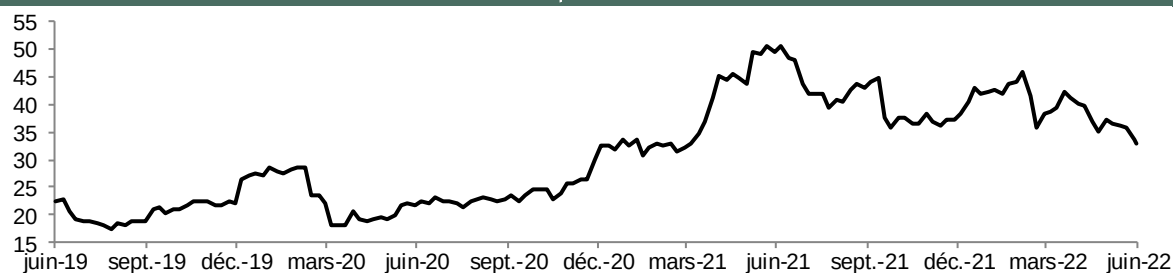
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	2,50	2,30	2,97	-	4,62	3,49	4,64	5,48
var. n/n-1	-/+	-8,0%	29,1%	-	-/+	-24,5%	33,1%	18,0%
CFPA	4,0	5,8	6,1	-	4,3	8,5	10,2	11,4
ANPA	26,1	28,0	26,7	26,7	32,9	35,6	39,2	43,2
Dividende net (versé en n+1)	0,60	0,73	0,90	0,68	0,85	1,05	1,39	1,64
Payout (%)	24,0%	31,7%	30,3%	-	18,4%	30,0%	30,0%	30,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	11,8%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	13,7%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	7,7	12,5	7,0	-	8,6	9,4	7,1	6,0
PCF (x)	4,8	5,0	3,4	-	9,3	3,8	3,2	2,9
PAN (x)	0,7	1,0	0,8	0,9	1,2	0,9	0,8	0,8
VE/CA (x)	0,2	0,3	0,3	0,3	0,6	0,4	0,4	0,3
VE/EBE (x)	4,7	5,4	4,5	4,7	10,3	6,0	4,8	4,1
VE/ROP (x)	8,6	11,6	8,3	-	18,5	10,6	7,9	6,6
Free Cash Flow Yield (%)	10,2%	0,2%	-0,7%	-	-14,7%	-0,4%	13,2%	15,3%
Rendement (%)	2,1%	2,1%	3,5%	3,8%	1,7%	2,6%	3,2%	4,2%
Capitalisation (M€)	73,0	108,2	78,8	88,1	192,2	158,4	158,4	158,4
Valeur d'Entreprise (VE)	101,6	139,3	135,3	123,6	317,9	291,4	279,2	265,6
Cours de référence (€)	19,4	28,7	20,9	23,4	39,8	32,8	32,8	32,8
Nb de titres (Mio)	3,773	3,770	3,767	3,765	4,829	4,829	4,829	4,829
Nb de titres corrigé (Mio)	3,575	3,575	3,611	3,625	4,680	4,680	4,680	4,680
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,9%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	05/11/1992							
Cours d'introduction ajusté	-							

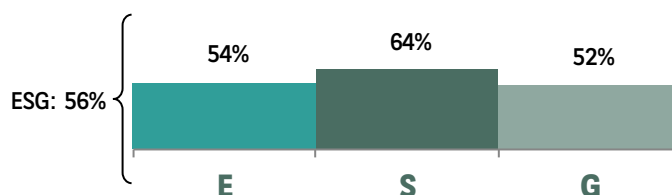
Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	106,0	116,5	116,5	113,4	127,6	165,1
CA T2	114,6	121,2	122,6	80,1	127,2	
CA S1	220,7	237,8	239,1	193,5	254,8	
ROP S1	5,1	4,5	7,4	-	8,2	
RN pdg corrigé S1	3,0	2,7	5,3	-	5,8	
Marge opérationnelle S1	2,3%	1,9%	3,1%	-	3,2%	
Marge nette S1	1,4%	1,1%	2,2%	-	2,3%	
CA T3	110,8	121,2	125,4	119,4	110,3	
CA T4	109,8	109,3	117,3	128,2	136,4	
CA S2	220,6	230,6	242,7	247,6	246,7	
ROP S2	6,7	7,6	9,0	-	9,0	
RN pdg corrigé S2	5,0	5,5	5,4	-	15,9	
Marge opérationnelle S2	3,0%	3,3%	3,7%	-	3,6%	
Marge nette S2	2,3%	2,4%	2,2%	-	6,4%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	-0,7%	9,9%	0,0%	-2,7%	12,5%	29,4%
CA T2	8,1%	5,8%	1,1%	-34,6%	58,7%	
CA T3	1,4%	9,4%	3,4%	-4,8%	-7,6%	
CA T4	7,0%	-0,4%	7,3%	9,3%	6,4%	
CA S1	3,7%	7,8%	0,6%	-19,1%	31,7%	
CA S2	4,1%	4,5%	5,3%	2,0%	-0,4%	
ROP S1	-/+	-12,6%	65,6%	-	-/+	
ROP S2	-/+	13,6%	18,4%	-	-/+	

Historique de cours



LACROIX



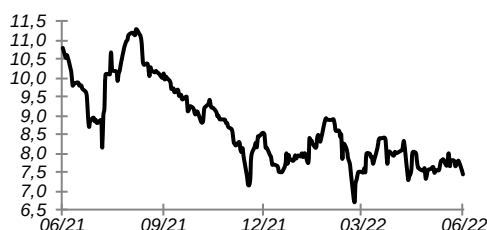
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	54%	53%	54%	en France
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	75	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	8,8%	6,9%	12%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	40 000	40 000	
Taux d'absentéisme	7,9%	8,3%	8,7%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	7,8	7,5	6,9	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	7	7	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	3	2	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	85%	85%	77%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	6,75	7,97	4,21	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	84%	96%	88%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

LARGO

Biens de consommation



Cours : 7,44€

14 Jun 2022

Objectif : 14,70€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext Growth
ISIN / Mnémonique	FR0013308582 / ALLGO
Reuters / Bloomberg	ALLGO.PA / ALLGO:FP
Indice	Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse	
Éligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	26,4
Flottant (%)	50,9%
Nbre de Titres (Mio)	3,550
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Business Angels	14,7%
Fondateurs	30,8%
Autres	54,5%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	54,6
PCF	ns	ns	22,3
VE/CA	1,5	0,8	0,6
VE/ROP	ns	ns	ns
PAN	2,6	2,2	2,1
Rendement	-	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-23,3%	-20,8%	-8,5%
ROACE	ns	ns	7,8%

	21	22e	23e
CA	17,6	30,1	43,0
CA précédent	17,6	30,1	43,0
var. n/n-1	70,8%	71,1%	43,2%
EBE	-3,0	-1,1	1,3
ROC	-4,0	-1,8	0,6
% CA	-22,7%	-6,0%	1,5%
ROP	-4,2	-1,8	0,6
% CA	-23,8%	-6,0%	1,5%
RN Pdg publié	-4,5	-1,8	0,5
% CA	-25,4%	-6,0%	1,1%

	21	22e	23e
BNPA	-1,26	-0,51	0,14
BNPA précédent	-1,26	-0,50	0,13
var. n/n-1	-	ns	ns
BNPA Cor	-1,26	-0,51	0,14
ANPA	3,8	3,3	3,5
Dividende net	0,00	0,00	0,00

	21	22e	23e
DFN	-8,8	-3,4	-1,1

Jeremy Sallée, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30
jeremy.sallee@bnpparibas.com

Accélération de la croissance

Activité

Fondée en 2016 et introduite en bourse en 2021, Largo est parvenu en quelques années à devenir un acteur majeur du marché français des smartphones reconditionnés avec près de 220 400 smartphones reconditionnés en France depuis sa création. Largo propose l'une des offres les plus qualitatives du secteur en adressant principalement les acteurs du BtoBtoC (retailers et distribution spécialisée).

Marché / Concurrence

Après plusieurs années de faible croissance, le marché français des smartphones reconditionnés a fortement accéléré en 2020 (+25%) et 2021 (+15%). Il est aujourd'hui estimé à c.1Md€ et à c.3M d'unités par an. La structuration de l'offre, la thématique du pouvoir d'achat, la démarche écologique, ainsi que le soutien des opérateurs téléphoniques et des pouvoirs publics à l'économie circulaire sont les facteurs qui expliquent l'intérêt croissant des consommateurs et du BtoB pour ce type de produit. Dans un marché particulièrement fragmenté et encore dominé par les ventes en B2C, Largo se distingue avec un mix atypique dominé par les ventes en BtoBtoC. Le groupe fait aujourd'hui partie des rares reconditionneurs disposant d'une offre de distribution omnicanale et d'un site de reconditionnement en France pouvant traiter des volumes significatifs.

Stratégie / Perspectives

Depuis son introduction, Largo confirme une accélération de sa dynamique commerciale portée aussi bien par les anciens canaux de distribution (nouveaux clients : Welcom, Ubaldi.com etc.) et ses clients historiques, que par les nouveaux leviers de croissance présentés lors de l'IPO (B2B, opérateurs télécoms, Largo.fr). Pour l'exercice en cours le management se montre particulièrement confiant et vise un CA de 30M€ et l'atteinte d'un EBITDA positif. Le CA profitera de nouveaux référencements en grande distribution ainsi que du développement des nouveaux canaux de distribution (opérateurs, B2B, Largo.fr, international). L'amélioration attendue de la rentabilité sera soutenue par 1/ l'évolution du mix-produit via l'accroissement de l'accès au sourcing Buyback (contribution significative attendue dès 2022) et 2/ des gains de productivité portés par l'effet volume et l'optimisation de l'outil de production via la robotisation. Largo a d'ores et déjà automatisé toute la phase de testing avec six robots testeur en run au T1. La prochaine étape passera par l'agrandissement du site de production (300k€ CAPEX) qui devrait avoir lieu courant S2 et qui permettra d'atteindre une production mensuelle de 25k unités vs 13k fin 2021.

Valorisation

Largo déroule parfaitement son plan présenté lors de l'IPO et nous a déjà amené à relever nos attentes de CA 2022 à deux reprises. Le potentiel significatif d'amélioration de la rentabilité via le sourcing Buyback et la robotisation se matérialisera dès cette année.

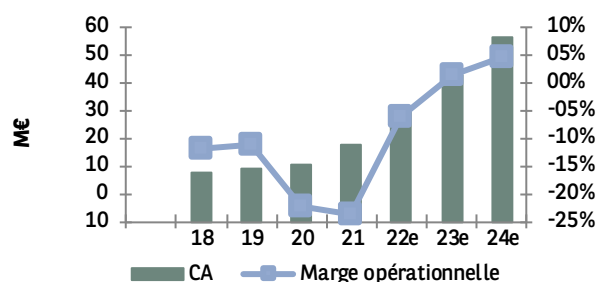
LARGO

Exploitation	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	-	7,5	9,3	10,3	17,6	30,1	43,0	56,4
var. n/n-1	-	-/+	24,3%	10,6%	70,8%	71,1%	43,2%	31,2%
var. organique	-	18,8%	24,3%	10,6%	70,8%	71,1%	43,2%	31,2%
EBE	-	-0,8	-0,9	-1,7	-3,0	-1,1	1,3	3,4
ROC	-	-0,9	-1,0	-2,0	-4,0	-1,8	0,6	2,6
var. n/n-1	-	-/-	-/-	-/-	-/-	-/-	-/+	+/>+
ROP	-	-0,9	-1,0	-2,3	-4,2	-1,8	0,6	2,6
RCAI	-	-0,9	-1,1	-2,4	-4,5	-1,8	0,6	2,6
IS	-	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,7
RN Pdg publié	-	-0,9	-1,0	-2,4	-4,5	-1,8	0,5	2,0
RN Pdg corrigé	-	-0,9	-1,0	-2,4	-4,5	-1,8	0,5	2,0
var. n/n-1	-	-/-	-/-	+/>+	-/-	-/-	-/+	+/>+
Tmva CA 2019 / 2023e	-	46,6%						
Marge brute (%)	-	16,0%	21,0%	12,6%	12,4%	19,6%	21,2%	21,6%
Marge opérationnelle (%)	-	-12,0%	-11,2%	-22,2%	-23,8%	-6,0%	1,5%	4,6%
Marge nette (%)	-	-11,5%	-10,3%	-23,1%	-25,4%	-6,0%	1,1%	3,5%
Taux IS (%)	-	0,0%	9,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	-	-11,3%	-12,2%	-10,8%	-13,1%	-10,4%	-7,6%	-6,3%
CA/effectif (K€)	-	-	266	303	366	347	432	538
var. n/n-1	-	-	-/+	13,8%	21,0%	-5,1%	24,5%	24,3%
Effectif moyen	-	-	35	34	48	87	100	105
var. n/n-1	-	-	-/+	-2,9%	41,2%	80,3%	15,0%	5,5%

Bilan	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	-	0,3	0,7	-1,3	13,7	11,9	12,3	14,3
Dettes financières nettes	-	1,0	1,7	2,9	-8,8	-3,4	-1,1	-1,8
Autres	-	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Capitaux investis	-	1,2	2,4	1,7	5,2	8,9	11,7	13,0
Immobilisations nettes	-	0,7	0,7	0,9	1,0	1,8	1,8	1,4
dont écarts d'acquisition	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	-	0,6	1,7	0,8	4,3	7,1	9,9	11,6
Actif économique	-	1,2	2,4	1,7	5,2	8,9	11,7	13,0
Gearing (%)	-	325,2%	235,0%	-228,1%	-64,7%	-28,3%	-8,9%	-12,2%
BFR/CA (%)	-	7,4%	18,4%	8,0%	24,4%	23,7%	23,0%	20,6%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	-	ns	ns	ns	ns	ns	3,9%	13,7%
ROACE (%) après IS normé	-	-	ns	ns	ns	ns	7,8%	26,6%

Financement	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-	-	-0,8	-2,2	-4,2	-1,1	1,2	2,8
Variation BFR	-	-	-1,2	0,9	-3,5	-2,8	-2,8	-1,7
Investissements industriels	-	-	-0,1	-0,3	-0,5	-1,6	-0,6	-0,4
% du CA	-	-	1,5%	3,1%	2,7%	5,2%	1,5%	0,7%
Cash Flow Libre	-	-	-2,1	-1,6	-8,1	-5,5	-2,3	0,6
Cessions d'actifs	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	-	-	1,4	0,4	19,5	0,0	0,0	0,0
Autres	-	-	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-	-	0,7	1,2	-11,7	5,5	2,3	-0,6
Dettes financières nettes	-	1,0	1,7	2,9	-8,8	-3,4	-1,1	-1,8

Evolution CA et marge opérationnelle



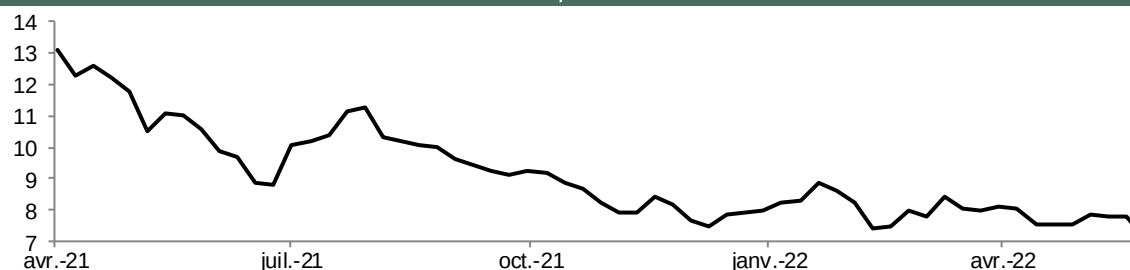
LARGO

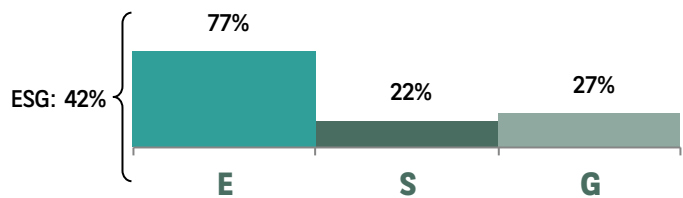
Données par action	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-	-	-	-	-1,26	-0,51	0,14	0,55
var. n/n-1	-	-	-	-	- -/-	- -/-	-/+	+ /++
CFPA	-	-	-	-	-1,2	-0,3	0,3	0,8
ANPA	-	-	-	-	3,8	3,3	3,5	4,0
Dividende net (versé en n+1)	-	-	-	-	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	-	-	-	-	-	-	-	-
Tmva CFPA 2019 / 2023e	-	-	-	-	-	-	-	-

Valorisation	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	-	-	-	-	ns	ns	54,6	13,4
PCF (x)	-	-	-	-	ns	ns	22,3	9,6
PAN (x)	-	-	-	-	2,6	2,2	2,1	1,8
VE/CA (x)	-	-	-	-	1,5	0,8	0,6	0,4
VE/EBE (x)	-	-	-	-	ns	ns	18,8	7,2
VE/ROP (x)	-	-	-	-	ns	ns	ns	9,4
Free Cash Flow Yield (%)	-	-	-	-	-23,3%	-20,8%	-8,5%	2,5%
Rendement (%)	-	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	-	-	-	-	34,9	26,4	26,4	26,4
Valeur d'Entreprise (VE)	-	-	-	-	26,0	23,0	25,3	24,6
Cours de référence (€)	-	-	-	-	9,8	7,4	7,4	7,4
Nb de titres (Mio)	-	-	-	-	3,550	3,550	3,550	3,550
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	3,536	3,536	3,536	3,536
% de la dilution	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	23/04/2021							
Cours d'introduction ajusté	13,4 €							

Données intermédiaires	-	18	19	20	21	22
CA T1	-	-	-	1,7	3,0	4,4
CA T2	-	-	-	2,2	3,2	
CA S1	-	-	-	3,8	6,2	
ROP S1	-	-	-	-	-1,9	
RN pdg corrigé S1	-	-	-	-	-2,2	
Marge opérationnelle S1	-	-	-	-	-30,8%	
Marge nette S1	-	-	-	-	-35,7%	
CA T3	-	-	-	2,9	5,4	
CA T4	-	-	-	3,5	6,0	
CA S2	-	-	-	6,5	11,4	
ROP S2	-	-	-	-	-2,3	
RN pdg corrigé S2	-	-	-	-	-2,2	
Marge opérationnelle S2	-	-	-	-	-20,0%	
Marge nette S2	-	-	-	-	-19,7%	
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	-	-	-	-/+	78,5%	48,2%
CA T2	-	-	-	-/+	51,1%	
CA T3	-	-	-	-/+	82,5%	
CA T4	-	-	-	-/+	69,3%	
CA S1	-	-	-	-/+	63,0%	
CA S2	-	-	-	-/+	75,3%	
ROP S1	-	-	-	-	- -/-	
ROP S2	-	-	-	-	- -/-	

Historique de cours





LARGO

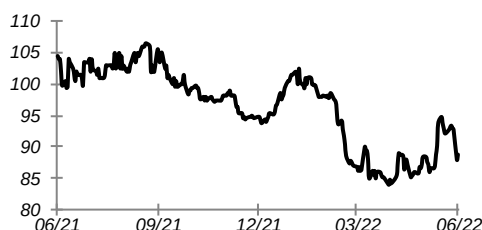
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	Oui	Packaging éco-responsable
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	ND	Oui	Oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	ND	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	ND	Non	Non	
Certification 14001	ND	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	Non	Non	Projet pour 2022
Part des personnes en situation de handicap	ND	2,1%	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	43%	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	57%	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	ND	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	ND	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	ND	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	23 400	23 400	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	ND	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	ND	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	ND	5	5	
<i>dont indépendants</i>	ND	2	2	
<i>dont femmes</i>	ND	1	1	
Administrateur représentant les salariés au CA	ND	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	ND	Non	Non	
Comité des risques	ND	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	ND	Non	Non	
Comité RSE	ND	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	ND	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	ND	45%	45%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	ND	ND	ND	
Déclaration de la rémunération du CEO	ND	ND	ND	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	Non	Non	Processus engagé en 2021
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	100%	35%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

LDC

Agro-alimentaire



Cours : 88,80€ 14 Jun 2022

Objectif : 149,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0013204336 / LOUP
Reuters / Bloomberg	LOUP.PA / LOUP FP
Indice	CAC Small
Eligibilité PEA-PME	Non

Capitalisation (M€)	1 566,0
Flottant (%)	16,8%
Nbre de Titres (Mio)	17,635
Date de clôture	28-Fév

Actionnariat	
Familles	69,2%
CAFEL	9,3%
Public	18,1%
Autocontrôle	0,3%

	21	22e	23e
PER	10,4	11,1	7,0
PCF	5,0	4,5	3,5
VE/CA	0,3	0,2	0,2
VE/ROP	7,4	7,6	4,1
PAN	1,0	0,9	0,8
Rendement	1,8%	2,4%	2,3%
Free Cash Flow Yield	6,6%	5,6%	15,2%
ROACE	10,8%	8,6%	13,4%

CA	5 069,0	5 798,2	5 943,1
CA précédent	5 069,0	5 798,2	5 943,1
var. n/n-1	14,5%	14,4%	2,5%
EBE	404,6	379,4	499,9
ROC	212,0	176,2	280,0
% CA	4,2%	3,0%	4,7%
ROP	212,0	176,2	280,0
% CA	4,2%	3,0%	4,7%
RN Pdg publié	167,4	141,0	222,0
% CA	3,3%	2,4%	3,7%

BNPA	9,52	8,02	12,62
BNPA précédent	9,80	8,25	12,99
var. n/n-1	15,6%	-15,8%	57,4%
BNPA Cor	9,52	8,02	12,62
ANPA	97,1	103,1	113,7
Dividende net	2,09	2,00	3,16

DFN	-181,0	-232,1	-434,1

Nicolas Montel, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 59 10
nicolas.montel@bnpparibas.com

Chicken Run !

Activité

LDC est leader français et européen des produits de volaille (marques et labels : Loué, Le Gaulois, Maître Coq) et n°2 français des produits de traiteur (marques : Marie, Traditions d'Asie). Le chiffre d'affaires se répartit entre : 1/ Volaille France (67% CA) produits découpés, produits élaborés, volailles ordinaires et labélisées et produits à marque avec les marques Le Gaulois, Maître Coq et Loué. Dans cette division, la GMS (43% du CA) et RHD (25%) sont les principaux canaux de distribution, suivis de l'export (15%) et des ventes à d'autres groupes agroalimentaires (8%) ; 2/ Activité Amont (7% du CA) œufs, accoupage, collecte de céréales et fabrication d'aliments animal ; 3/ Traiteur (15% CA avec les marques Marie, Traditions d'Asie et Asia General Food, n°2 du marché) : plats cuisinés (n°1 français), produits asiatiques (n°1 français), pizzas et sandwiches frais (n°2 français) ; 4/ International (11%) : vente de volaille en Pologne, Hongrie, Belgique, Pays De Galles et activité d'export à partir de ces pays.

Marché / Concurrence

Du fait de son prix relativement bas, de l'absence d'interdits religieux et d'une certaine facilité technique de développement, la consommation mondiale de volaille est la plus dynamique de toutes les viandes depuis plusieurs décennies. LDC est le leader français de la volaille (40% pdm) et le n°3 en Pologne. Le marché du traiteur est dynamique mais très concurrentiel (Sodebo, Fleury Michon, Pierre Martinet...). Au niveau européen, LDC fait face à des groupes tels que 2Sisters (UK), Plukon (Pays-Bas), MHP (Ukraine), PHW (Allemagne).

Stratégie / Perspectives

Les axes de travail actuels de LDC sont : 1/ le maintien de la dynamique commerciale en GMS avec comme levier l'innovation à la fois sur la volaille et le traiteur (le portefeuille des marques est un atout face à une consommation en berne), 2/ la reconquête du marché intérieur de la volaille sur les clientèles industrie-RHD (acquisition des activités de Doux), encore fortement importatrices, 3/ la poursuite des investissements de compétitivité sur la volaille et le traiteur et 4/ le développement à l'international avec une capacité à payer les dossiers entre 8x et 10x l'EBITDA. Après avoir enregistré une croissance moyenne de ses ventes de 8% sur les 21 dernières exercices, le groupe vise une progression de 6,7% de son CA sur les cinq prochaines années pour atteindre un CA de 7Mds€ et un EBITDA de 560M€ (8,0% vs 8,1% actuellement).

Valorisation

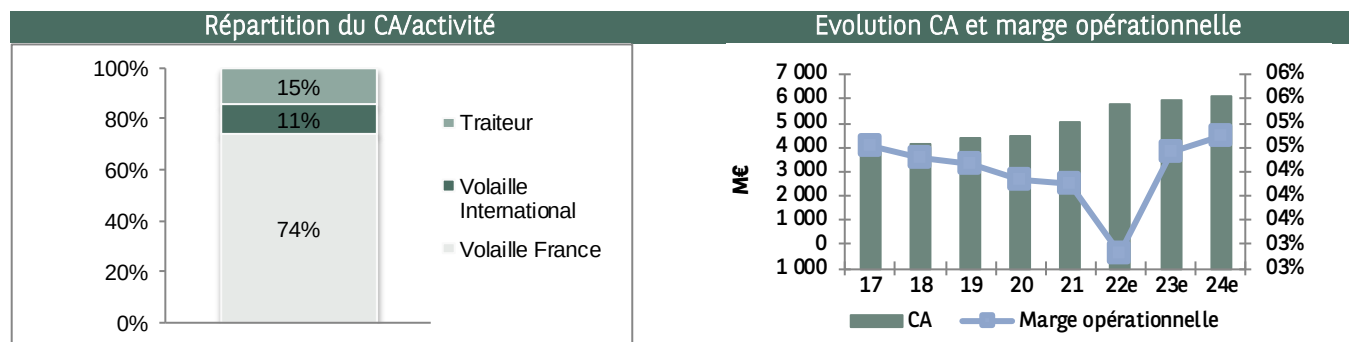
Notre valorisation par DCF fait ressortir une forte décote difficilement compréhensible en dehors de la liquidité du titre et au regard de ses fondamentaux (croissance, position forte sur ses marchés, pricing power, capacité à réaliser et à intégrer les acquisitions, position de trésorerie nette positive).

LDC

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	3 827,4	4 123,7	4 418,8	4 428,2	5 069,0	5 798,2	5 943,1	6 091,7
var. n/n-1	6,9%	7,7%	7,2%	0,2%	14,5%	14,4%	2,5%	2,5%
var. organique	5,6%	3,4%	3,0%	0,0%	11,6%	13,3%	2,5%	2,5%
EBE	299,8	318,2	359,8	363,6	404,6	379,4	499,9	530,1
ROC	184,7	190,1	201,5	194,0	212,0	176,2	280,0	304,7
var. n/n-1	4,5%	2,9%	6,0%	-3,7%	9,3%	-16,9%	58,9%	8,8%
ROP	184,7	190,4	200,4	188,9	212,0	176,2	280,0	304,7
RCAI	188,5	193,0	200,0	188,5	215,1	181,3	285,1	309,8
IS	-45,7	-41,4	-52,1	-46,8	-47,3	-39,9	-62,7	-68,1
RN Pdg publié	140,7	148,7	143,7	140,7	167,4	141,0	222,0	241,2
RN Pdg corrigé	140,7	148,5	144,5	144,5	167,4	141,0	222,0	241,2
var. n/n-1	7,1%	5,6%	-2,7%	0,0%	15,8%	-15,8%	57,4%	8,7%
Tmva CA 2019 / 2023e	7,7%							
Marge brute (%)	48,9%	49,3%	49,6%	50,4%	49,0%	47,0%	49,5%	49,5%
Marge opérationnelle (%)	4,8%	4,6%	4,5%	4,3%	4,2%	3,0%	4,7%	5,0%
Marge nette (%)	3,7%	3,6%	3,3%	3,3%	3,3%	2,4%	3,7%	4,0%
Taux IS (%)	24,3%	21,4%	26,0%	24,8%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Frais de personnel / CA (%)	21,9%	21,8%	21,9%	22,5%	21,7%	21,1%	21,5%	21,3%
CA/effectif (K€)	197	189	195	193	-	-	-	-
var. n/n-1	1,5%	-4,0%	3,1%	-0,6%	-	-	-	-
Effectif moyen	19 475	21 848	22 712	22 897	-	-	-	-
var. n/n-1	5,3%	12,2%	4,0%	0,8%	-	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	1 169,7	1 304,2	1 408,3	1 521,4	1 707,7	1 811,9	1 998,6	2 184,4
Dettes financières nettes	-201,0	-104,1	-20,8	-123,1	-181,0	-232,1	-434,1	-640,3
Autres	87,9	67,4	69,4	78,7	45,9	45,9	45,9	45,9
Capitaux investis	1 068,5	1 283,6	1 469,0	1 484,2	1 578,7	1 633,1	1 619,3	1 600,2
Immobilisations nettes	943,2	1 155,1	1 299,7	1 333,4	1 435,1	1 431,9	1 412,0	1 386,6
dont écarts d'acquisition	112,9	112,9	112,9	112,9	112,9	112,9	112,9	112,9
dont financières	31,0	34,0	36,6	37,1	42,8	42,8	42,8	42,8
BFR	156,3	162,4	205,9	187,9	186,3	244,0	250,0	256,3
Actif économique	1 068,5	1 283,6	1 469,0	1 484,2	1 578,7	1 633,1	1 619,3	1 600,2
Gearing (%)	-17,0%	-7,9%	-1,5%	-8,1%	-10,6%	-12,8%	-21,6%	-29,2%
BFR/CA (%)	4,1%	3,9%	4,7%	4,2%	3,7%	4,2%	4,2%	4,2%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	12,0%	11,4%	10,2%	9,2%	9,8%	7,8%	11,1%	11,0%
ROACE (%) après IS normé	13,8%	12,7%	10,8%	9,9%	10,8%	8,6%	13,4%	14,8%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	246,6	274,5	302,7	318,2	347,1	345,6	443,3	468,0
Variation BFR	15,7	41,2	18,6	-12,4	19,9	-57,6	-6,1	-6,3
Investissements industriels	-180,6	-206,6	-240,8	-217,5	-251,0	-200,0	-200,0	-200,0
% du CA	4,7%	5,0%	5,4%	4,9%	5,0%	3,4%	3,4%	3,3%
Cash Flow Libre	81,7	109,1	80,4	88,2	115,9	88,0	237,2	261,8
Cessions d'actifs	0,0	8,5	12,6	9,5	12,8	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-35,6	-86,7	-79,0	-5,7	-24,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-23,4	-25,6	-28,3	-24,3	-33,2	-36,8	-35,2	-55,5
Augmentation de capital	30,0	13,1	0,0	4,5	41,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-37,7	-115,2	-69,1	30,1	-54,6	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-14,9	96,8	83,4	-102,3	-57,9	-51,2	-201,9	-206,3
Dettes financières nettes	-201,0	-104,1	-20,8	-123,1	-181,0	-232,1	-434,1	-640,3



LDC

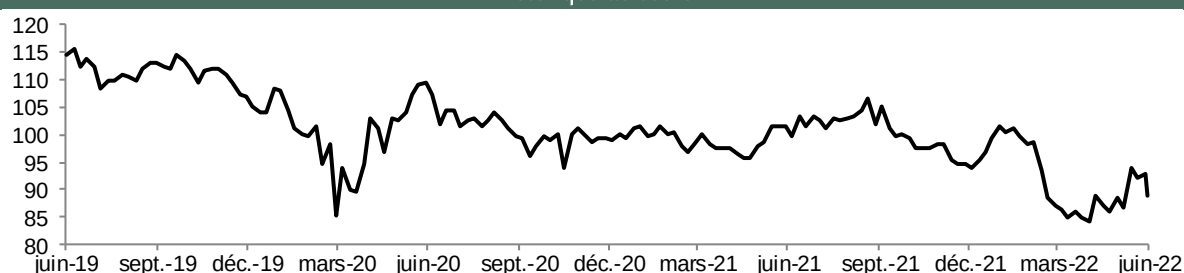
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	8,31	8,70	8,41	8,24	9,52	8,02	12,62	13,72
var. n/n-1	5,6%	4,7%	-2,7%	0,0%	12,5%	-15,8%	57,4%	8,7%
CFPA	14,6	16,1	17,7	18,6	19,7	19,7	25,2	26,6
ANPA	69,1	76,3	82,4	89,1	97,1	103,1	113,7	124,2
Dividende net (versé en n+1)	1,50	1,60	1,20	1,80	2,09	2,00	3,16	3,43
Payout (%)	18,1%	18,4%	14,2%	21,3%	22,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	10,5%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	9,2%							

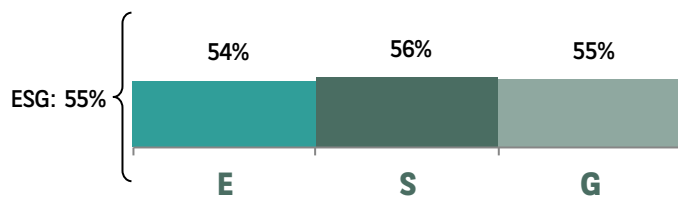
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	13,4	14,1	12,9	11,9	10,4	11,1	7,0	6,5
PCF (x)	7,7	7,6	6,2	5,4	5,0	4,5	3,5	3,3
PAN (x)	1,6	1,6	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7
VE/CA (x)	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
VE/EBE (x)	5,7	6,3	5,2	4,4	3,9	3,5	2,3	1,8
VE/ROP (x)	9,2	10,6	9,3	8,5	7,4	7,6	4,1	3,1
Free Cash Flow Yield (%)	4,3%	5,2%	4,3%	5,1%	6,6%	5,6%	15,2%	16,8%
Rendement (%)	1,3%	1,2%	1,5%	1,2%	1,8%	2,4%	2,3%	3,6%
Capitalisation (M€)	1 889,3	2 097,4	1 873,7	1 719,0	1 754,2	1 566,0	1 566,0	1 566,0
Valeur d'Entreprise (VE)	1 700,1	2 009,4	1 865,1	1 603,1	1 579,3	1 341,4	1 140,8	936,0
Cours de référence (€)	111,4	122,4	109,4	100,3	99,5	88,8	88,8	88,8
Nb de titres (Mio)	16,963	17,134	17,134	17,134	17,635	17,635	17,635	17,635
Nb de titres corrigé (Mio)	16,937	17,084	17,083	17,082	17,583	17,583	17,583	17,583
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	01/11/1995							
Cours d'introduction ajusté	32,5 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	942,9	981,4	1 062,1	1 074,2	1 195,7
CA T2	907,7	960,5	1 042,5	1 047,6	1 200,3
CA S1	1 850,6	1 942,0	2 104,6	2 121,8	2 396,1
ROP S1	91,1	91,1	88,5	89,7	103,1
RN pdg corrigé S1	68,5	69,1	65,2	66,6	80,1
Marge opérationnelle S1	4,9%	4,7%	4,2%	4,2%	4,3%
Marge nette S1	3,7%	3,6%	3,1%	3,1%	3,3%
CA T3	954,9	1 039,0	1 109,3	1 097,8	1 270,3
CA T4	1 022,0	1 142,8	1 205,0	1 209,2	1 402,6
CA S2	1 976,9	2 181,9	2 314,3	2 306,4	2 672,9
ROP S2	93,6	99,3	111,9	99,2	108,9
RN pdg corrigé S2	72,2	79,4	79,3	77,9	87,2
Marge opérationnelle S2	4,7%	4,6%	4,8%	4,3%	4,1%
Marge nette S2	3,7%	3,6%	3,4%	3,4%	3,3%

Taux de croissance (n/n-1)					
CA T1	7,0%	4,1%	8,2%	1,1%	11,3%
CA T2	6,3%	5,8%	8,5%	0,5%	14,6%
CA T3	7,8%	8,8%	6,8%	-1,0%	15,7%
CA T4	6,0%	11,8%	5,4%	0,3%	16,0%
CA S1	6,7%	4,9%	8,4%	0,8%	12,9%
CA S2	6,9%	10,4%	6,1%	-0,3%	15,9%
ROP S1	-0,4%	0,0%	-2,9%	1,4%	15,0%
ROP S2	12,7%	6,1%	12,7%	-11,3%	9,8%

Historique de cours





LDC

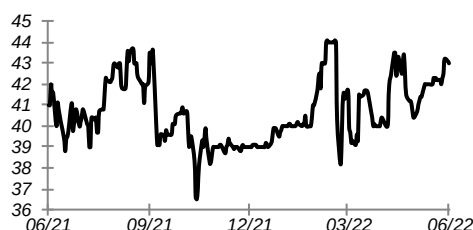
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2020	2021	2022	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	40,3	40,6	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	ND	ND	ND	
Certification 14001	ND	ND	ND	
SOCIAL	2020	2021	2022	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	48%	48%	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	59%	53%	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	ND	ND	ND	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	378	ND	
Taux d'absentéisme	8,6%	10%	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	31,4	33,4	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2020	2021	2022	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenlex	Oui	Oui	Oui	Middenlex
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	Société à Directoire et Conseil de Surveillance, Le Président du Directoire est le dirigeant opérationnel de la société
Nombre de membres composants le conseil d'administration	13	13	13	Conseil de surveillance
<i>dont indépendants</i>	5	5	5	
<i>dont femmes</i>	6	6	6	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	Dans le conseil de surveillance
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	Conseil de surveillance
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	81%	81%	ND	Concert familles
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Non	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	5,55	6,61	ND	Vs. Président du directoire
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2020	2021	2022	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	Engagement sur la démarche DURALIM, première plateforme collaborative pour l'alimentation durable des animaux d'élevage
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	Indicateurs de satisfaction des consommateurs par le bilan image et par la notoriété, note 48,4% (60% visé en 2025)
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	94%	95%	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

LINEDATA

Logiciels



Cours : 43,00€ 14 Jun 2022

Objectif : 49,50€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Eligibilité PEA-PME

Euronext
FR0004156297 / LIN
LDSV.PA / LIN FP
CAC Small
Oui

Capitalisation (M€) **274,3**
Flottant (%) 0,5%
Nbre de Titres (Mio) 6,379
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Managers et salariés 62,6%
Public 36,8%
Auto-contrôle 0,5%

	21	22e	23e
PER	8,5	10,8	10,9
PCF	5,1	6,9	6,9
VE/CA	1,7	1,7	1,6
VE/ROP	7,1	7,9	7,6
PAN	1,7	1,7	1,6
Rendement	3,6%	3,7%	3,7%
Free Cash Flow Yield	14,1%	8,5%	8,6%
ROACE	17,1%	17,4%	17,6%

CA	160,2	169,4	172,7
CA précédent	160,2	162,6	165,8
var. n/n-1	-0,5%	5,8%	2,0%
EBE	52,8	51,4	51,3
ROC	38,4	37,1	36,8
% CA	24,0%	21,9%	21,3%
ROP	38,4	37,1	36,8
% CA	24,0%	21,9%	21,3%
RN Pdg publié	28,3	25,2	25,1
% CA	17,7%	14,9%	14,5%

BNPA	4,45	3,97	3,96
BNPA précédent	4,38	3,36	3,37
var. n/n-1	44,7%	-10,9%	-0,3%
BNPA Cor	4,45	3,97	3,96
ANPA	23,0	25,3	27,7
Dividende net	1,60	1,60	1,60
DFN	36,8	23,7	10,6

Nicolas Royot, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
nicolas.royot@bnpparibas.com

Une année de migration

Activité

Né d'un LMBO en 1997 et introduit en Bourse en mai 2000 (introduction 17€), Linedata est un éditeur de progiciels et prestataire de services. Linedata est présent dans plusieurs secteurs d'activité : l'Asset Management (>60% du CA) à travers les fonds classiques et alternatifs, les Crédits et Financements (1/3 du CA) et d'autres activités (<5%, Assurance). Le groupe réalise la majorité de son CA (2/3) à l'international. Les services proposés par Linedata reposent essentiellement sur une offre ASP (Application Service Provider) : Linedata assure à distance la mise à jour, la maintenance et l'hébergement des applications ainsi que le stockage des données, la sécurité et l'infrastructure informatique. Au total, le CA récurrent représente >75% du CA.

Marché / Concurrence

Linedata compte plus de 700 clients répartis dans une cinquantaine de pays. Dans la gestion d'actifs, le groupe estime sa part de marché aux alentours de 8% pour les activités Front et Back-Office. Les concurrents : Charles River, Sungard, Simcore, Finastra... ou également les solutions développées en interne par certains établissements de gestion.

Stratégie / Perspectives

Depuis plusieurs années, la croissance organique est en berne mais la marge opérationnelle reste solide. Le groupe a accru ses efforts R&D pour rénover en profondeur les produits et les intégrer sous forme de modules sur une plateforme technologique propriétaire. Le but est ainsi de retrouver une compétitivité forte face aux concurrents après plusieurs années de pertes de parts de marché. Le plan stratégique « Vision 2023 » est ainsi basé sur le digital, l'amélioration de la relation avec les clients et le développement des offres couplées Software / Services / Data. Le groupe vise un retour à une croissance organique significative (5 à 10% ont été évoqués, sans horizon de date) et va accélérer le gain de nouveaux clients, en augmentant les efforts commerciaux, de marketing et de communication. Nous retenons les principaux points suivants : 1/ poursuite des investissements dans la plateforme AMP pour avoir des produits leaders en Asset Management ; 2/ dans le segment Lending & Leasing, intégration des deux solutions (Ekip360 et Capitalstream) sur la même plateforme et phase de migration ; 3/ dans les Services, intégration des offres Gravitas et QRMO en une offre unique, renforcement en Amérique du Nord et Asie, et développement des synergies en Europe avec le Software ; 4/ recherche d'autres partenariats dans la fourniture de Market Data. Une large place sera laissée à l'innovation, par soutien à des projets internes (ex : Linedata Analytics, Data hub...) ou par acquisition de start-up (ex : Loansquare). Les opérations de croissance externe significatives ne sont pas prioritaires à court terme au regard des multiples de valorisation du secteur. Des acquisitions de compléments (géographiques ou technologiques) restent possibles.

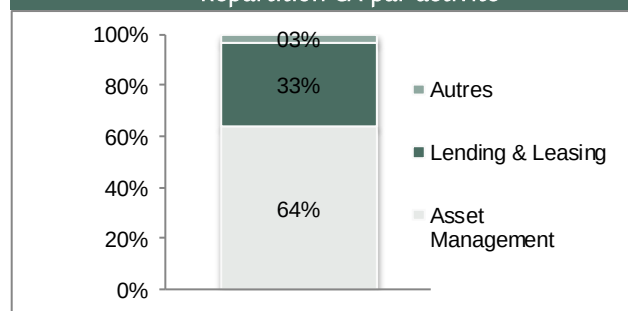
Valorisation

Objectif 49,5€, obtenus à 80% par DCF (48,0€) et 20% par Comparables (55,6€).

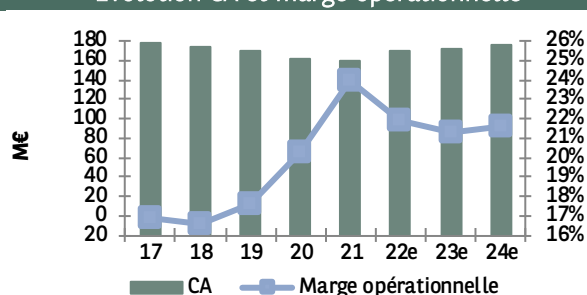
LINEDATA

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	179,0	173,2	169,7	161,0	160,2	169,4	172,7	175,5
var. n/n-1	7,3%	-3,2%	-2,1%	-5,1%	-0,5%	5,8%	2,0%	1,6%
var. organique	-5,2%	-1,9%	-2,0%	-4,3%	0,5%	1,5%	2,0%	1,6%
EBE	43,5	44,0	46,7	48,4	52,8	51,4	51,3	51,4
ROC	30,2	28,6	29,8	32,6	38,4	37,1	36,8	37,9
var. n/n-1	-22,8%	-5,1%	3,9%	9,5%	17,8%	-3,3%	-0,9%	2,9%
ROP	30,2	28,6	29,8	32,6	38,4	37,1	36,8	37,9
CIR	0,5	0,4	0,7	0,7	0,8	-	-	-
R&D immobilisée	5,1	5,4	8,1	8,0	7,5	-	-	-
Frais R&D/CA	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-	-	-
RCAI	22,3	27,3	27,0	27,3	38,6	34,4	34,3	35,6
IS	-2,5	-7,6	-9,5	-7,1	-10,3	-9,2	-9,2	-9,5
RN Pdg publié	19,8	19,7	17,8	20,2	28,3	25,2	25,1	26,1
RN Pdg corrigé	19,8	19,7	17,8	20,2	28,3	25,2	25,1	26,1
var. n/n-1	-16,1%	-0,7%	-9,4%	13,7%	39,7%	-10,9%	-0,3%	3,7%
Tmva CA 2019 / 2023e	0,5%							
Marge brute (%)	77,5%	78,0%	78,9%	80,3%	79,7%	76,5%	76,8%	77,0%
Marge opérationnelle (%)	16,9%	16,5%	17,5%	20,3%	24,0%	21,9%	21,3%	21,6%
Marge nette (%)	11,1%	11,3%	10,5%	12,6%	17,7%	14,9%	14,5%	14,8%
Taux IS (%)	11,3%	27,9%	35,3%	26,0%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%
Frais de personnel / CA (%)	51,6%	50,7%	48,4%	48,5%	43,8%	44,7%	45,6%	46,2%
CA/effectif (K€)	145	139	134	133	149	-	-	-
var. n/n-1	-15,1%	-3,6%	-4,2%	-0,4%	11,9%	-	-	-
Effectif moyen	1 237	1 242	1 269	1 209	1 075	-	-	-
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	115,4	113,0	118,6	121,5	145,8	160,8	175,7	0,0
Dettes financières nettes	77,7	77,9	76,8	59,4	36,8	23,7	10,6	0,0
Autres	-19,0	-19,6	-27,2	-10,2	-24,8	-29,8	-34,8	0,0
Capitaux investis	174,2	171,3	168,2	170,7	157,7	154,7	151,4	0,0
Immobilisations nettes	179,0	176,8	171,3	167,8	163,3	160,4	157,1	0,0
dont écarts d'acquisition	152,5	155,9	159,6	151,2	159,3	159,3	159,3	0,0
dont financières	6,0	4,4	4,5	4,9	4,7	4,7	4,7	0,0
BFR	1,3	-1,1	1,4	7,8	-0,9	-1,0	-1,0	0,0
Actif économique	174,2	171,3	168,2	170,7	157,7	154,7	151,4	0,0
Gearing (%)	67,3%	68,9%	64,8%	48,9%	25,2%	14,8%	6,0%	ns
BFR/CA (%)	0,7%	-0,6%	0,8%	4,8%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	0,0%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,8	1,8	1,6	1,2	0,7	0,5	0,2	0,0
ROE (%)	17,1%	17,4%	15,0%	16,7%	19,4%	15,7%	14,3%	ns
ROACE (%) après IS normé	15,6%	11,9%	11,3%	14,2%	17,1%	17,4%	17,6%	36,7%
Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	25,4	40,3	35,6	35,5	47,4	39,4	39,6	0,0
Variation BFR	-1,4	-3,6	-2,2	0,4	1,4	0,1	0,0	0,0
Investissements industriels	-10,5	-13,0	-11,0	-12,2	-14,7	-16,3	-16,3	0,0
% du CA	5,9%	7,5%	6,5%	7,6%	9,2%	9,6%	9,4%	0,0%
Cash Flow Libre	13,5	23,7	22,4	23,7	34,1	23,2	23,4	0,0
Cessions d'actifs	-0,4	0,2	0,1	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-42,6	1,2	-2,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-10,8	-9,6	-9,0	-6,2	-8,6	-10,2	-10,2	0,0
Augmentation de capital	-1,7	-15,9	-5,2	-3,2	-4,1	0,0	0,0	0,0
Autres	4,0	0,3	-4,9	3,2	1,5	0,0	0,0	10,6
Variation dettes financières nettes	38,0	0,2	-1,1	-17,3	-22,7	-13,0	-13,2	-10,6
Dettes financières nettes	77,7	77,9	76,8	59,4	36,8	23,7	10,6	0,0

Répartition CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



LINEDATA

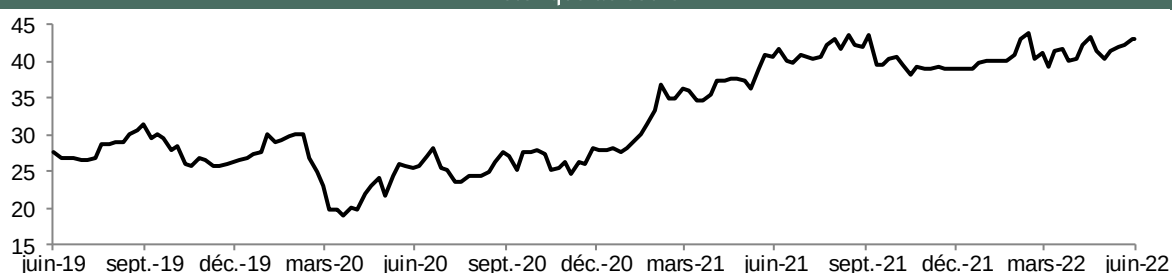
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	2,73	2,89	2,65	3,08	4,45	3,97	3,96	4,10
var. n/n-1	-17,7%	5,7%	-8,2%	16,0%	44,7%	-10,9%	-0,3%	3,7%
CFPA	3,5	5,9	5,3	5,4	7,5	6,2	6,2	0,0
ANPA	16,0	16,6	17,7	18,5	23,0	25,3	27,7	0,0
Dividende net (versé en n+1)	1,35	1,35	0,95	1,35	1,60	1,60	1,60	1,60
Payout (%)	49,4%	46,7%	35,8%	43,8%	35,9%	40,3%	40,4%	39,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	10,5%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	4,2%							

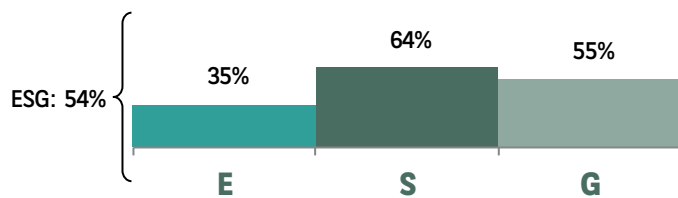
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	16,8	12,0	11,0	8,3	8,5	10,8	10,9	10,5
PCF (x)	13,1	5,8	5,5	4,7	5,1	6,9	6,9	ns
PAN (x)	2,9	2,1	1,6	1,4	1,7	1,7	1,6	ns
VE/CA (x)	2,3	1,8	1,6	1,4	1,7	1,7	1,6	1,6
VE/EBE (x)	9,3	7,3	5,7	4,6	5,2	5,7	5,5	5,3
VE/ROP (x)	13,4	11,2	8,9	6,9	7,1	7,9	7,6	7,2
Free Cash Flow Yield (%)	4,1%	10,1%	11,4%	14,1%	14,1%	8,5%	8,6%	0,0%
Rendement (%)	3,3%	3,9%	4,6%	3,7%	3,6%	3,7%	3,7%	3,7%
Capitalisation (M€)	334,4	246,6	192,8	169,4	242,1	274,3	274,3	274,3
Valeur d'Entreprise (VE)	406,1	320,1	265,1	224,0	274,1	293,3	280,2	274,3
Cours de référence (€)	45,8	34,6	29,1	25,6	37,9	43,0	43,0	43,0
Nb de titres (Mio)	7,293	7,134	6,626	6,626	6,379	6,379	6,379	6,379
Nb de titres corrigé (Mio)	7,235	6,800	6,712	6,575	6,350	6,350	6,350	6,350
% de la dilution	0,8%	0,8%	9,2%	9,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	01/05/2000							
Cours d'introduction ajusté	17,0 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	45,7	41,1	40,0	40,3	37,8	40,1
CA T2	44,9	42,7	44,8	38,2	38,1	
CA S1	90,6	83,8	84,8	78,5	75,9	
ROP S1	11,8	11,8	13,3	9,8	15,3	
RN pdg corrigé S1	5,1	8,1	8,2	7,6	11,0	
Marge opérationnelle S1	13,0%	14,1%	15,7%	12,5%	20,2%	
Marge nette S1	5,6%	9,7%	9,7%	9,7%	14,5%	
CA T3	41,2	41,7	40,0	36,6	37,8	
CA T4	47,2	47,7	44,9	45,9	46,5	
CA S2	88,4	89,4	84,9	82,5	84,3	
ROP S2	18,4	16,8	16,5	22,8	23,1	
RN pdg corrigé S2	14,7	11,6	9,6	12,6	17,3	
Marge opérationnelle S2	20,8%	18,8%	19,4%	27,6%	27,4%	
Marge nette S2	16,6%	12,9%	11,3%	15,3%	20,5%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	13,7%	-10,1%	-2,7%	0,8%	-6,2%	6,1%
CA T2	4,7%	-4,9%	4,9%	-14,7%	-0,3%	
CA T3	3,0%	1,2%	-4,1%	-8,5%	3,3%	
CA T4	8,0%	1,1%	-5,9%	2,3%	1,3%	
CA S1	9,0%	-7,5%	1,2%	-7,4%	-3,3%	
CA S2	5,6%	1,2%	-5,1%	-2,8%	2,2%	
ROP S1	-34,8%	0,0%	12,7%	-26,3%	56,1%	
ROP S2	-12,4%	-8,4%	-2,2%	38,5%	1,3%	

Historique de cours





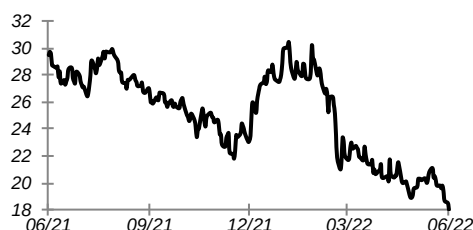
LINEDATA

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	0,6	0,4	Tonnes de CO2 liées au voyage
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	35%	36%	35%	
Index égalité salariale femmes / hommes	92	86	88	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	90%	74%	83%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	22%	24%	25%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	390	363	341	>5% du capital
Taux d'absentéisme	1,6%	1,3%	1,7%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,0	0,0	0,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Partiel	Partiel	19/22	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	5	5	5	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	98%	94%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	70%	70%	71%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	11,7	12,4	12,28	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	charte éthique + intégration de critères RSE
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	Enquête annuelle de satisfaction + enquête de satisfaction post implémentation
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	99%	99%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

LISI
Industrie



Cours : 18,02€ 14 Jun 2022

Objectif : 34,23€

ACHETER (1)
Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Eligibilité PEA-PME

Euronext
FR0000050353 / FII
FII.PA / FII:FP
CAC Small
Non

Capitalisation (M€) **975,1**
Flottant (%) 30,3%
Nbre de Titres (Mio) 54,114
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
CID 54,8%
VMC 5,8%
Peugeot Invest 5,1%
Autocontrôle 2,1%

	21	22e	23e
PER	30,8	14,4	10,2
PCF	10,9	5,4	4,3
VE/CA	1,3	0,8	0,7
VE/ROP	27,5	11,8	8,2
PAN	1,3	0,9	0,8
Rendement	0,6%	1,6%	1,8%
Free Cash Flow Yield	3,0%	3,6%	6,3%
ROACE	3,2%	5,4%	7,2%

	1 163,9	1 341,3	1 524,7
CA	1 163,9	1 341,3	1 524,7
CA précédent	1 163,9	1 341,3	1 524,7
var. n/n-1	-5,4%	15,2%	13,7%
EBE	153,5	216,2	273,9
ROC	66,6	106,2	144,3
% CA	5,7%	7,9%	9,5%
ROP	55,9	95,5	132,1
% CA	4,8%	7,1%	8,7%
RN Pdg publié	44,1	67,1	94,9
% CA	3,8%	5,0%	6,2%

	0,82	1,25	1,77
BNPA	0,82	1,25	1,77
BNPA précédent	0,82	1,25	1,77
var. n/n-1	ns	52,4%	41,3%
BNPA Cor	0,82	1,25	1,77
ANPA	19,6	20,6	22,0
Dividende net	0,29	0,33	0,46

	174,8	155,1	111,6
DFN	174,8	155,1	111,6

Jeremy Sallée, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30
jeremy.sallee@bnpparibas.com

La reprise se précise

Activité

LISI est une société familiale de 9 500 salariés présente dans 13 pays à l'international au travers de 42 sites industriels. Spécialisée dans la conception et la fabrication de solutions d'assemblage à destination du secteur aéronautique (48% CA), automobile (42% CA) et médical (11% CA), LISI conçoit également des composants de structure pour l'aéronautique (~40% CA LISI Aerospace) depuis l'acquisition de Creuzet Aéronautique en 2011.

Marché / Concurrence

N°3 du marché des fixations aéronautiques (~20% PDM), derrière PCC et Arconic, LISI bénéficiait de la forte croissance attendue du marché aérospatial (TCAM 2017-2036 +5,1%) poussée par le développement du trafic aérien mondial et à plus moyen terme par le ramp-up des nouveaux programmes aéronautiques (A350, A320neo, B737Max, B777x, LEAP etc). Le COVID a enrayé cette dynamique en produisant une chute de 40% du secteur en 2020. La recovery sera lente avec un retour sur des niveaux d'activités 2019 attendu au plus tôt en 2025. Concernant le marché automobile, LISI fait partie du Top 10 mondial des fournisseurs de fixations et de composants d'assemblage. Le groupe devrait continuer de gagner des parts de marché sur ses activités fixations clippées et composants mécaniques de sécurité qui sont bien positionnées pour profiter du développement des nouvelles motorisations. Dans le Médical, LISI est N°12 mondial depuis l'acquisition de Remmele Medical (LMR) en 2016, derrière Integer, Viant Medical, Jabil ou encore Tecomet. Cette activité est principalement tirée par le vieillissement de la population et l'accroissement de l'obésité dans les pays développés.

Stratégie / Perspectives

Face à l'ampleur de la crise sanitaire, et dans la continuité des actions menées en 2020 pour préserver la rentabilité et la génération de FCF, LISI a mis en place un plan stratégique New Deal 2021-2024. Ce dernier vise à 1/ poursuivre et accélérer le resizing et le développement de ses activités sur les produits à plus forte VA, 2/ profiter des opportunités de croissance externe offertes par la crise tout en étant particulièrement sélectif et 3/ à maintenir une gestion rigoureuse du cash afin de générer chaque année un FCF positif à l'image de la performance réalisée en 2020 (FCF 109,4M€) et 2021 (FCF 50M€). Malgré le ralentissement de l'Auto, l'année 2022 sera surtout marquée par la confirmation du rebond de l'activité Aéro après deux années de forte décroissance. Ce rebond portera aussi bien le CA que la rentabilité groupe. La crise ukrainienne ne remet pas en cause la guidance annuelle (croissance org. et FCF positif, progression de la rentabilité dans un contexte inflationniste). Le management se montre confiant sur la solidité de la demande de l'aéro, malgré des possibles risques d'approvisionnement. Dans l'Auto, le groupe continuera de s'adapter à la demande et à l'inflation tandis que le Médical devrait profiter d'un environnement de marché porteur.

Valorisation

Malgré un environnement qui restera challenging, le plus difficile semble clairement derrière nous. En 2022, LISI devrait enfin bénéficier du rebond du marché aéronautique et d'une croissance organique à deux chiffres (PZP +13e). Objectif 34,23€ dont 5% de prime ESG.

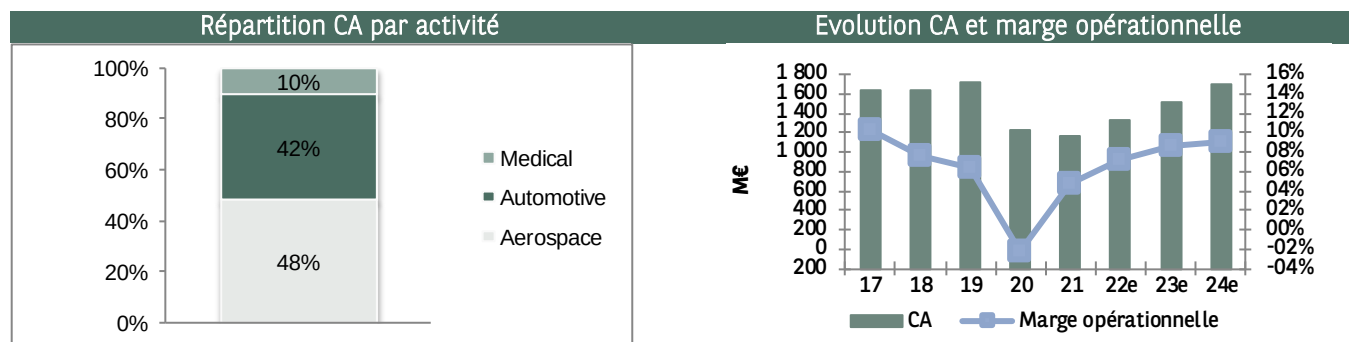
La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 13/06/2022 - 11:29 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

LISI

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	1 643,4	1 645,1	1 729,5	1 230,0	1 163,9	1 341,3	1 524,7	1 698,5
var. n/n-1	4,6%	0,1%	5,1%	-28,9%	-5,4%	15,2%	13,7%	11,4%
var. organique	3,6%	-2,6%	3,3%	-26,1%	-3,3%	13,1%	13,7%	11,4%
EBE	256,2	225,4	273,2	166,7	153,5	216,2	273,9	330,7
ROC	171,4	135,6	155,1	41,5	66,6	106,2	144,3	166,7
var. n/n-1	8,9%	-20,9%	14,4%	-73,2%	60,5%	59,4%	35,9%	15,5%
ROP	167,7	125,3	110,3	-28,1	55,9	95,5	132,1	153,1
RCAI	165,3	122,8	106,0	-33,4	50,6	90,2	127,4	149,7
IS	-39,2	-33,8	-27,9	7,3	-16,3	-22,5	-31,8	-37,4
RN Pdg publié	108,0	92,1	69,8	-37,3	44,1	67,1	94,9	111,5
RN Pdg corrigé	108,0	92,1	69,8	-37,3	44,1	67,1	94,9	111,5
var. n/n-1	0,9%	-14,7%	-24,2%	+/-	-/+	52,4%	41,3%	17,5%
Tmva CA 2019 / 2023e	-3,1%							
Marge brute (%)	74,6%	74,7%	73,9%	75,3%	76,3%	78,0%	77,5%	77,1%
Marge opérationnelle (%)	10,2%	7,6%	6,4%	-2,3%	4,8%	7,1%	8,7%	9,0%
Marge nette (%)	6,6%	5,6%	4,0%	-3,0%	3,8%	5,0%	6,2%	6,6%
Taux IS (%)	23,7%	27,6%	26,3%	22,0%	32,2%	25,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	-37,7%	-38,9%	-37,2%	-39,2%	-40,7%	-	-	-
CA/effectif (K€)	137	136	155	127	123	-	-	-
var. n/n-1	1,4%	-1,3%	14,2%	-17,9%	-3,4%	-	-	-
Effectif moyen	11 958	12 131	11 171	9 676	9 480	-	-	-
var. n/n-1	3,2%	1,4%	-7,9%	-13,4%	-2,0%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	890,0	937,0	1 011,6	988,0	1 050,4	1 102,1	1 179,5	1 266,3
Dettes financières nettes	300,2	339,3	255,1	141,3	174,8	155,1	111,6	54,5
Autres	122,1	115,7	198,7	224,6	227,1	227,1	227,1	227,1
Capitaux investis	1 319,9	1 398,6	1 475,2	1 356,3	1 455,3	1 487,8	1 522,4	1 552,9
Immobilisations nettes	950,1	1 072,7	1 151,0	1 098,4	1 150,6	1 187,9	1 187,9	1 187,9
dont écarts d'acquisition	351,6	374,8	383,9	362,2	429,8	429,8	429,8	429,8
dont financières	10,4	9,4	17,0	7,0	11,5	11,5	11,5	11,5
BFR	340,2	335,3	341,1	264,9	276,2	311,3	346,0	376,5
Actif économique	1 319,9	1 398,6	1 475,2	1 356,3	1 455,3	1 487,8	1 522,4	1 552,9
Gearing (%)	33,4%	36,0%	25,0%	14,3%	16,6%	14,0%	9,4%	4,3%
BFR/CA (%)	20,7%	20,4%	19,7%	21,5%	23,7%	23,2%	22,7%	22,2%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,2	1,5	0,9	0,8	1,1	0,7	0,4	0,2
ROE (%)	12,1%	9,8%	6,9%	ns	4,2%	6,1%	8,0%	8,8%
ROACE (%) après IS normé	10,3%	7,2%	8,0%	2,3%	3,2%	5,4%	7,2%	8,1%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	198,2	189,1	215,7	107,0	124,3	177,6	225,2	276,3
Variation BFR	18,0	-22,4	-8,2	68,9	-16,7	-35,1	-34,6	-30,6
Investissements industriels	-141,7	-134,1	-118,6	-73,4	-66,6	-107,3	-129,6	-164,0
% du CA	8,6%	8,2%	6,9%	6,0%	5,7%	8,0%	8,5%	9,7%
Cash Flow Libre	74,5	32,6	88,9	102,5	41,0	35,2	60,9	81,7
Cessions d'actifs	1,5	2,8	1,7	0,8	0,7	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-49,3	-44,4	-0,2	2,4	-67,5	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-23,9	-25,5	-23,4	0,0	-7,4	-15,5	-17,5	-24,7
Augmentation de capital	1,9	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	77,2	70,4	17,1	8,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	82,0	39,2	-84,2	-113,8	33,5	-19,7	-43,5	-57,1
Dettes financières nettes	300,2	339,3	255,1	141,3	174,8	155,1	111,6	54,5



LISI

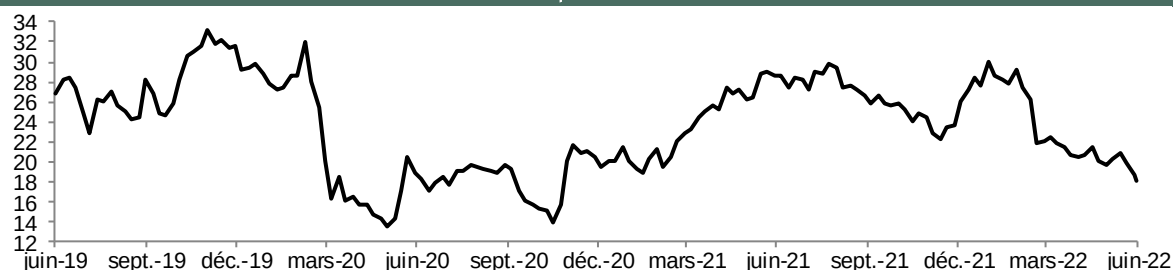
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	2,02	1,72	1,30	-0,70	0,82	1,25	1,77	2,08
var. n/n-1	0,6%	-15,0%	-24,3%	+/-	-/+	52,4%	41,3%	17,5%
CFPA	3,7	3,5	4,0	2,0	2,3	3,3	4,2	5,2
ANPA	16,6	17,5	18,8	18,5	19,6	20,6	22,0	23,6
Dividende net (versé en n+1)	0,48	0,44	0,00	0,14	0,29	0,33	0,46	0,54
Payout (%)	23,8%	25,6%	0,0%	-20,0%	35,3%	26,1%	26,1%	26,1%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	8,0%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	1,1%							

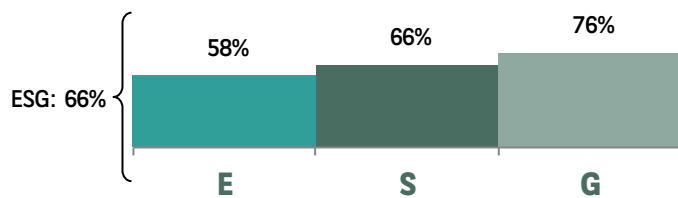
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	18,7	18,6	21,0	ns	30,8	14,4	10,2	8,7
PCF (x)	10,2	9,1	6,8	9,9	10,9	5,4	4,3	3,5
PAN (x)	2,3	1,8	1,4	1,1	1,3	0,9	0,8	0,8
VE/CA (x)	1,4	1,3	1,0	1,0	1,3	0,8	0,7	0,6
VE/EBE (x)	9,1	9,2	6,3	7,3	10,0	5,2	3,9	3,1
VE/ROP (x)	13,9	16,5	15,6	ns	27,5	11,8	8,2	6,7
Free Cash Flow Yield (%)	3,7%	1,9%	6,1%	9,7%	3,0%	3,6%	6,3%	8,5%
Rendement (%)	1,2%	1,5%	1,6%	0,0%	0,6%	1,6%	1,8%	2,6%
Capitalisation (M€)	2 034,3	1 731,2	1 474,7	1 075,6	1 368,3	975,1	975,1	975,1
Valeur d'Entreprise (VE)	2 331,7	2 067,8	1 722,6	1 212,3	1 534,7	1 122,3	1 079,5	1 023,2
Cours de référence (€)	37,7	32,0	27,3	19,9	25,3	18,0	18,0	18,0
Nb de titres (Mio)	54,024	54,114	54,114	54,114	54,114	54,114	54,114	54,114
Nb de titres corrigé (Mio)	53,506	53,651	53,683	53,383	53,578	53,578	53,578	53,578
% de la dilution	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Date d'introduction	01/02/1990							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	444,3	419,5	445,0	397,9	309,4	342,4
CA T2	417,4	415,6	441,3	238,8	284,2	
CA S1	861,7	835,1	886,3	636,7	593,6	
ROP S1	96,0	64,5	44,6	2,4	39,4	
RN pdg corrigé S1	58,2	45,8	25,0	4,7	29,7	
Marge opérationnelle S1	11,1%	7,7%	5,0%	0,4%	6,6%	
Marge nette S1	6,8%	5,5%	2,8%	0,7%	5,0%	
CA T3	369,7	386,3	411,9	286,7	267,1	
CA T4	412,0	423,7	431,4	306,6	303,2	
CA S2	781,7	810,0	843,3	593,2	570,8	
ROP S2	71,8	60,8	65,8	-30,5	16,5	
RN pdg corrigé S2	49,8	46,3	44,9	-42,0	14,4	
Marge opérationnelle S2	9,2%	7,5%	7,8%	-5,1%	2,9%	
Marge nette S2	6,4%	5,7%	5,3%	-7,1%	2,5%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	14,5%	-5,6%	6,1%	-10,6%	-22,2%	10,7%
CA T2	2,8%	-0,4%	6,2%	-45,9%	19,0%	
CA T3	-2,7%	4,5%	6,6%	-30,4%	-6,8%	
CA T4	3,8%	2,8%	1,8%	-28,9%	-1,1%	
CA S1	8,5%	-3,1%	6,1%	-28,2%	-6,8%	
CA S2	0,6%	3,6%	4,1%	-29,7%	-3,8%	
ROP S1	19,6%	-32,8%	-30,9%	-94,6%	+ / ++	
ROP S2	6,6%	-15,3%	8,2%	+ / -	- / +	

Historique de cours





LISI

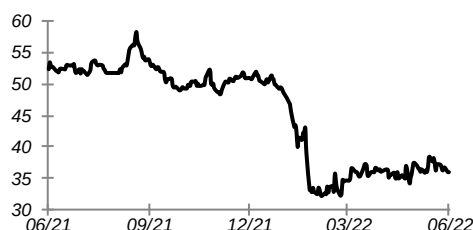
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	61,6	72,3	86,1	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	22%	23%	23%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	>75% en France
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	2,8%	3,3%	3,4%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	6,2%	5,3%	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	770 000	842 000	870 000	
Taux d'absentéisme	3,4%	4,4%	4,2%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	6,8	6,9	8,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	14	17	17	
<i>dont indépendants</i>	4	3	3	
<i>dont femmes</i>	6	7	7	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	84%	82%	97%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	67%	67%	67%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	20	16,2	18,2	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	91%	91%	93%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

LNA SANTE

Santé



Cours : 36,00€ 14 Juin 2022

Objectif : 50,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0004170017 / LNA
Reuters / Bloomberg LNA.PA / LNA FP
Indice CAC Small
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **385,5**
Flottant (%) 52,1%
Nbre de Titres (Mio) 10,709
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Pacte d'actionnaires 47,5%
Salariés 0,4%
Public 52,1%

	21	22e	23e
PER	20,0	13,0	10,0
PCF	4,7	3,6	2,9
VE/CA	2,0	1,6	1,4
VE/ROP	24,2	18,8	14,5
PAN	2,3	1,9	2,0
Rendement	0,4%	1,2%	1,3%
Free Cash Flow Yield	9,4%	16,0%	30,0%
ROACE	5,5%	7,0%	9,5%

CA	689,5	759,9	841,1
CA précédent	689,5	759,9	841,1
var. n/n-1	20,1%	10,2%	10,7%
EBE	141,7	145,1	176,1
ROC	64,8	67,9	82,7
% CA	9,4%	8,9%	9,8%
ROP	55,8	65,4	80,2
% CA	8,1%	8,6%	9,5%
RN Pdg publié	23,5	28,6	37,4
% CA	3,4%	3,8%	4,5%

BNPA	2,42	2,68	3,51
BNPA précédent	2,42	2,68	3,51
var. n/n-1	176,2%	10,7%	31,1%
BNPA Cor	2,52	2,77	3,60
ANPA	22,2	18,7	18,2
Dividende net	0,43	0,47	0,62
DFN	854,3	838,9	767,8

Gaétan Calabro, Analyste Financier
+33 (0)2 40 44 94 68
gaetan.calabro@bnpparibas.com

Entend marquer sa différence

Activité

LNA Santé (ex-Le Noble Age) est l'un des principaux acteurs français de la prise en charge globale de la dépendance en établissement (maisons de retraite, EHPAD, cliniques de soins de suite et de réadaptation, psy...). Le groupe dispose d'un réseau de 9 224 lits exploités pour 81 établissements en France (96%) et en Belgique (4%). L'exploitation est répartie entre les activités Médico-Social (45% CA) et Sanitaire (55% CA).

Marché / Concurrence

Le marché de la prise en charge de la dépendance est un marché relativement jeune (20/30 ans) qui jouit de facteurs structurellement porteurs : 1/ progression constante de la demande liée au vieillissement de la population et à la part grandissante des personnes âgées en situation de dépendance (+50% d'ici 2040 en France et 2030 en Europe selon l'Insee), 2/ inadéquation de l'offre existante (capacités d'accueil insuffisantes et en partie inadéquates) et 3/ prise de conscience collective des enjeux relatifs à la dépendance. Le business model du secteur privé commercial est remis en cause depuis la publication du livre-enquête "Les Fossoyeurs" visant Orpea. Si sa nationalisation semble improbable (reconstruction du parc bien trop conséquente pour les seuls pouvoirs publics : c.300k lits, soit la moitié du parc français pour une enveloppe estimée jusqu'à 40Mds€), une refonte du système et un accroissement de la réglementation (voir la création d'un organisme de contrôle indépendant) semblent inévitables. Dans ce contexte, LNA Santé dispose d'atouts : 1/ groupe encore familial; 2/ large participation des salariés au capital (proche de 10%); 3/ taux d'encadrement de 0,72 ETP, nettement supérieur à la moyenne du secteur (source KPMG : 0,57 ETP moyen); 4/ forte médicalisation des établissements (renforcée par l'application du tarif de soins global).

Stratégie / Perspectives

À l'image du secteur privé commercial, LNA Santé s'est développé de façon soutenue, d'abord par croissance externe. Le groupe a fait le choix de remettre systématiquement à neuf et d'externaliser son outil immobilier, limitant l'intensité capitalistique de son activité. Il se distingue par une certaine culture d'innovation, sur un marché qui offre pourtant peu de possibilités de différenciation. Il a par exemple identifié très tôt : 1/ des opportunités de croissance externe au sein de l'offre publique et/ou associative (1 700 lits acquis pour 18 structures, soit 25% des mouvements de croissances externes) et 2/ le potentiel lié aux "classes moyennes". Début 2022, le groupe décide de s'implanter en Pologne (offre insuffisante et de faible qualité, parfaitement adaptée à ses ambitions de construction/rénovation d'établissements) avec la reprise d'Origin Polska (deux établissements neufs SMR pour c.165 lits). À horizon 2026, le groupe vise un parc de 10 400 lits à maturité (soit +37% vs. 2021) et la poursuite de sa politique de distribution (taux progressif et supérieur à 15%). Par ailleurs, le M&A pourrait être un levier majeur compte tenu des multiples transactionnels anticipés à la baisse.

Valorisation

Objectif : 50€/action par DCF.

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 13/06/2022 - 18:54 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

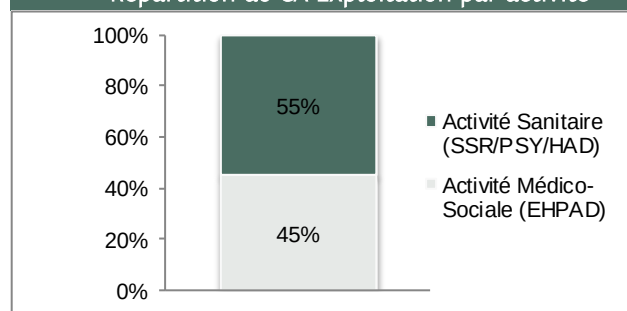
LNA SANTE

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	486,7	538,8	527,9	573,9	689,5	759,9	841,1	907,8
var. n/n-1	2,5%	10,7%	-2,0%	8,7%	20,1%	10,2%	10,7%	7,9%
var. organique	4,2%	4,4%	5,5%	5,5%	5,5%	4,5%	5,0%	5,0%
EBE	51,1	51,7	113,2	117,9	141,7	145,1	176,1	195,3
ROC	43,5	44,0	55,1	52,0	64,8	67,9	82,7	93,8
var. n/n-1	8,4%	1,0%	25,4%	-5,6%	24,5%	4,7%	21,8%	13,5%
ROP	39,0	42,1	54,5	37,7	55,8	65,4	80,2	91,3
RCAI	31,2	35,7	36,4	19,3	36,3	43,9	56,4	65,6
IS	-6,0	-13,3	-14,8	-10,2	-14,6	-14,9	-18,5	-21,6
RN Pdg publié	24,2	21,5	20,8	8,5	23,5	28,6	37,4	43,6
RN Pdg corrigé	26,1	23,3	22,5	9,7	24,5	29,5	38,4	44,6
var. n/n-1	9,2%	-10,5%	-3,4%	-56,8%	+ / ++	20,7%	30,1%	16,1%
Tmva CA 2019 / 2023e	12,4%							
Marge brute (%)	80,1%	76,7%	84,0%	83,8%	83,8%	82,8%	81,6%	82,3%
Marge opérationnelle (%)	8,0%	7,8%	10,3%	6,6%	8,1%	8,6%	9,5%	10,1%
Marge nette (%)	5,4%	4,3%	4,3%	1,7%	3,5%	3,9%	4,6%	4,9%
Taux IS (%)	19,3%	37,2%	40,5%	52,9%	40,2%	33,8%	32,8%	32,8%
Frais de personnel / CA (%)	-45,0%	-43,3%	-48,5%	-48,8%	-50,5%	-49,3%	-46,1%	-46,1%
CA/effectif (K€)	81	87	79	79	80	-	-	-
var. n/n-1	-10,6%	7,5%	-8,8%	-0,4%	1,1%	-	-	-
Effectif moyen	6 023	6 202	6 660	7 273	8 646	-	-	-
var. n/n-1	14,7%	3,0%	7,4%	9,2%	18,9%	-	-	-

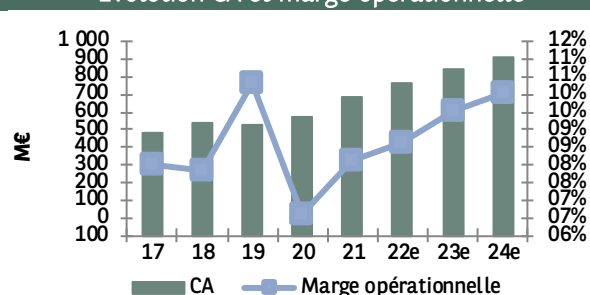
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	180,7	197,0	189,3	188,6	216,1	199,8	193,9	195,3
Dettes financières nettes	185,0	194,7	680,2	853,2	854,3	838,9	767,8	682,6
Autres	15,2	12,2	-455,0	-467,6	-442,1	-442,1	-442,1	-442,1
Capitaux investis	388,0	411,2	422,0	581,5	635,2	603,9	527,5	444,1
Immobilisations nettes	381,9	403,2	888,1	1 186,8	1 170,5	1 109,5	1 033,1	949,8
dont écarts d'acquisition	46,9	46,9	46,9	46,9	46,9	46,9	46,9	46,9
dont financières	1,7	2,3	467,4	487,2	461,4	461,4	461,4	461,4
BFR	7,8	10,3	1,3	-118,1	-73,9	-44,2	-44,2	-44,2
Actif économique	388,0	411,2	422,0	581,5	635,2	603,9	527,5	444,1
Gearing (%)	98,5%	95,3%	345,7%	435,6%	383,1%	405,0%	380,6%	335,3%
BFR/CA (%)	1,6%	1,9%	0,2%	-20,6%	-10,7%	-5,8%	-5,3%	-4,9%
Dettes financières nettes/EBE (x)	3,6	3,8	6,0	7,2	6,0	5,8	4,4	3,5
ROE (%)	13,4%	10,9%	11,0%	4,5%	10,9%	14,3%	19,3%	22,3%
ROACE (%) après IS normé	7,9%	6,6%	7,8%	3,5%	5,5%	7,0%	9,5%	12,6%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	37,6	31,0	76,6	75,9	103,2	106,2	131,3	145,6
Variation BFR	16,9	17,0	12,7	56,9	-43,4	-29,7	0,0	0,0
Investissements industriels	-7,4	-9,6	-6,5	-13,8	-13,7	-15,2	-16,0	-17,2
% du CA	1,5%	1,8%	1,2%	2,4%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%
Cash Flow Libre	47,2	38,5	82,7	119,0	46,1	61,3	115,4	128,4
Cessions d'actifs	0,5	0,1	0,3	1,6	3,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-3,7	-0,7	-1,5	-1,2	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0
Dividendes	0,0	7,0	7,0	7,0	7,0	5,1	6,7	7,8
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0
Autres	-4,1	-54,6	-574,1	-30,0	-57,8	-50,0	-50,0	-50,0
Variation dettes financières nettes	-39,8	9,7	485,6	173,0	1,1	-15,4	-71,0	-85,2
Dettes financières nettes	185,0	194,7	680,2	853,2	854,3	838,9	767,8	682,6

Répartition du CA Exploitation par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



LNA SANTE

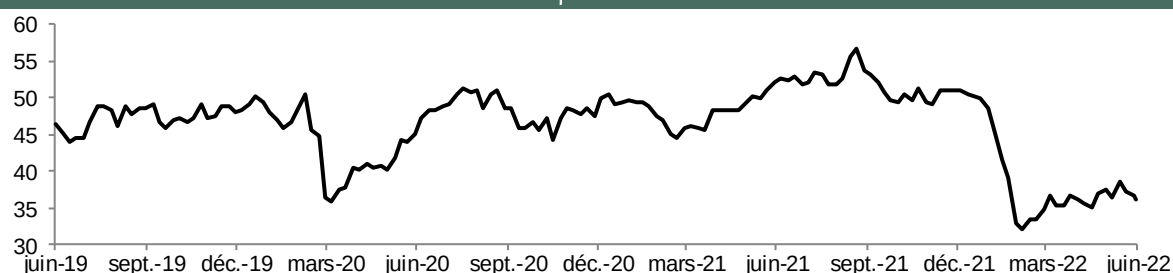
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	2,51	2,23	2,15	0,88	2,42	2,68	3,51	4,09
var. n/n-1	9,2%	-10,5%	-3,4%	-56,8%	+ / ++	9,9%	30,1%	16,1%
CFPA	3,9	3,2	7,9	7,8	10,6	10,0	12,3	13,6
ANPA	18,7	20,4	19,6	19,5	22,2	18,7	18,2	18,3
Dividende net (versé en n+1)	0,32	0,38	0,45	0,20	0,43	0,47	0,62	0,72
Payout (%)	11,9%	15,7%	19,3%	19,9%	17,1%	17,1%	17,3%	17,3%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	11,4%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	11,6%							

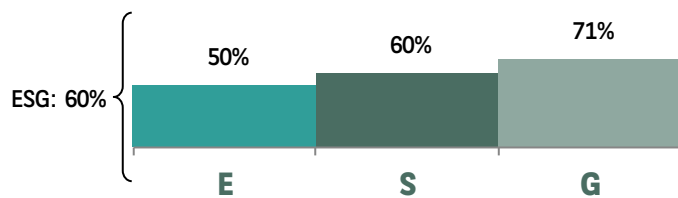
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	19,2	22,0	20,1	45,9	20,0	13,0	10,0	8,6
PCF (x)	13,3	16,6	5,9	5,9	4,7	3,6	2,9	2,6
PAN (x)	2,8	2,6	2,4	2,4	2,3	1,9	2,0	2,0
VE/CA (x)	1,4	1,3	2,2	2,3	2,0	1,6	1,4	1,2
VE/EBE (x)	13,6	13,9	10,1	11,1	9,5	8,5	6,6	5,5
VE/ROP (x)	17,8	17,1	21,0	ns	24,2	18,8	14,5	11,8
Free Cash Flow Yield (%)	9,4%	7,5%	18,3%	26,6%	9,4%	16,0%	30,0%	33,4%
Rendement (%)	0,5%	0,6%	0,8%	1,0%	0,4%	1,2%	1,3%	1,7%
Capitalisation (M€)	502,0	516,3	454,8	448,5	489,9	385,6	385,6	385,6
Valeur d'Entreprise (VE)	694,1	718,3	1 142,5	1 308,9	1 351,1	1 231,8	1 161,2	1 076,5
Cours de référence (€)	51,7	53,2	46,9	46,2	50,2	36,0	36,0	36,0
Nb de titres (Mio)	9,706	9,706	9,706	9,706	9,757	10,711	10,711	10,711
Nb de titres corrigé (Mio)	9,669	9,669	9,669	9,669	9,720	10,673	10,673	10,673
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	06/06/2006							
Cours d'introduction ajusté	10,0 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22	24
CA T1	117,5	120,9	124,1	142,5	163,7	179,6	-
CA T2	124,7	139,6	131,4	135,9	173,6	-	-
CA S1	242,2	260,4	255,5	278,4	337,3	-	-
ROP S1	19,9	20,9	27,7	26,2	30,9	-	-
RN pdg corrigé S1	11,0	11,3	10,8	2,5	10,1	-	-
Marge opérationnelle S1	8,2%	8,0%	10,8%	9,4%	9,2%	-	-
Marge nette S1	4,6%	4,4%	4,2%	0,9%	3,0%	-	-
CA T3	122,3	129,8	127,6	139,3	168,6	-	-
CA T4	122,2	148,6	144,8	156,3	182,9	-	-
CA S2	244,5	278,4	272,4	295,6	351,5	-	-
ROP S2	19,0	21,2	26,8	11,6	24,9	-	-
RN pdg corrigé S2	15,1	12,0	11,7	7,2	14,4	-	-
Marge opérationnelle S2	7,8%	7,6%	9,8%	3,9%	7,1%	-	-
Marge nette S2	6,2%	4,3%	4,3%	2,4%	4,1%	-	-

Taux de croissance (n/n-1)							
CA T1	10,3%	2,9%	2,6%	14,8%	14,9%	9,7%	-
CA T2	9,4%	11,9%	-5,9%	3,4%	27,7%	-	-
CA T3	0,3%	6,1%	-1,7%	9,2%	21,0%	-	-
CA T4	-7,8%	21,6%	-2,6%	7,9%	17,0%	-	-
CA S1	9,8%	7,5%	-1,9%	9,0%	21,2%	-	-
CA S2	-3,9%	13,9%	-2,2%	8,5%	18,9%	-	-
ROP S1	6,5%	4,9%	32,4%	-5,5%	17,9%	-	-
ROP S2	17,9%	11,2%	26,6%	-56,9%	+ / ++	-	-

Historique de cours





LNA SANTE

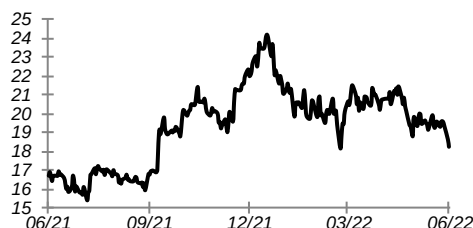
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	Oui	Oui	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	DEU.
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	83%	86%	83%	
Index égalité salariale femmes / hommes	92	86	87	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	5,6%	4,3%	4,6%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	Ecole de formation interne reconnue organisme DPC (Développement Professionnel Continu) : 76k h de formation en 2021 (37k h en 2020 et c.50k h les années précédentes).
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	17%	14%	14%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	291	291	357	Augmente fortement en 2022 à c.10%.
Taux d'absentéisme	8,7%	11%	9,3%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	48,9	39,1	38,5	Secteur Médico-Social : 57,5 / Secteur Sanitaire : 36,8 (pour 1M h travaillées).
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	Oui	Afep-Medef.
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Oui	Dissociation depuis le 23/06/2021.
Nombre de membres composants le conseil d'administration	13	14	13	
<i>dont indépendants</i>	5	5	6	
<i>dont femmes</i>	5	5	6	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	2 depuis 2020 (1 F + 1 H)
Assiduité des membres du CA	86%	92%	87%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	Fait par le comité d'audit.
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	Fait par le comité d'audit.
Comité RSE	Non	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	25%	25%	26%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	9,7	10,3	7,62	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	ND	Enquête de satisfaction annuelle.
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	100%	100%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

LUMIBIRD

Technologie



Cours : 18,24€

14 Jun 2022

Objectif : 24,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Eligibilité PEA-PME

Euronext
FR0000038242 / LBIRD
LBIRD.PA / LBIRD:FP
CAC Small
Oui

Capitalisation (M€)
Flottant (%)
Nbre de Titres (Mio)
Date de clôture

409,8
46,8%
22,467
31-Déc

Actionnariat
Esira/ Eurodynes
7 Industries Hoding BV
Amiral Gestion
Autres

51,9%
7,6%
4,0%
36,4%

	21	22e	23e
PER	28,6	19,6	15,2
PCF	11,0	11,4	9,4
VE/CA	2,5	2,4	2,0
VE/ROP	20,9	16,2	11,8
PAN	2,1	2,0	1,8
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	1,7%	-0,5%	5,3%
ROACE	8,6%	10,2%	12,2%

	162,5	179,6	201,8
CA	162,5	179,6	201,8
CA précédent	162,5	179,6	201,8
var. n/n-1	28,2%	10,6%	12,4%
EBE	32,6	39,7	50,3
ROC	19,8	26,2	34,2
% CA	12,2%	14,6%	16,9%
ROP	19,1	26,2	34,2
% CA	11,8%	14,6%	16,9%
RN Pdg publié	13,9	21,1	27,1
% CA	8,5%	11,7%	13,5%

	0,61	0,93	1,20
BNPA	0,61	0,93	1,20
BNPA précédent	0,61	0,93	1,20
var. n/n-1	148,6%	52,1%	28,7%
BNPA Cor	0,61	0,93	1,20
ANPA	8,2	9,1	10,3
Dividende net	0,00	0,00	0,00

	7,7	14,8	-6,7
DFN	7,7	14,8	-6,7

Jeremy Sallée, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30
jeremy.sallee@bnpparibas.com

EBE > 20% dès 2021

Activité

Lumibird est une ETI française spécialisée dans la conception, la production et la commercialisation de lasers. Elle est issue de la fusion inversée en 2017 de Quantel et Keopsys. Lumibird dispose d'une large gamme de produits de haute performance couvrant les technologies lasers les plus utilisées sur le marché à savoir les lasers à solide, les diodes laser et les lasers à fibre. La société adresse de nombreuses applications à fort potentiel réparties dans quatre secteurs/divisions : Médical (53% CA), Industriel & Scientifique (21% CA), Défense/Spatial (12% CA) et Capteurs Lidar (14% CA).

Marché / Concurrence

Lumibird est très bien positionnée pour profiter du fort développement des lasers à fibre (TCAM 2018-2025 +12%). Cette technologie laser est aujourd'hui considérée comme la plus porteuse de l'industrie en permettant, grâce à ses nombreux avantages (prix, robustesse, compacité), de démocratiser l'utilisation des lasers pour les applications civiles. Ce potentiel se retrouve principalement dans la BU Capteurs Lidar où le groupe adresse les marchés des capteurs lidar pour les éoliennes (c.30% CA), le scanning 3D (c.30% CA) et les lidars pour le véhicule autonome (c.40% CA). Lumibird affirme être le leader mondial des lidars à fibre pour le véhicule autonome face à des concurrents comme O-Net, Ammonics et Nuphoton. Le groupe dispose d'une part de marché de 80% dans les capteurs lidars pour les éoliennes. Dans le Médical, avant l'intégration structurante d'Ellex, le groupe était leader mondial de l'échographie oculaire et un acteur majeur des traitements lasers des pathologies altérant la vue (DLMA, etc.). Selon les produits et hors US et Japon, le groupe dispose d'une part de marché de 10%/20% face à des concurrents comme Lumenis, Iridex Nidek et Zeiss. Dans l'industrie, Lumibird estime détenir des parts de marché mondial de l'ordre de 5% à 25% selon les produits. Ses principaux concurrents sont Newport/Spectra Physics, Continuum et Esi-Wave. Enfin dans la Défense, le groupe adresse des contrats d'études long terme dans le cadre de projets nationaux et internationaux comme le Laser Mégajoule ou encore les lasers de guidage du Rafale pour Thalès.

Stratégie / Perspectives

L'année 2020 a été marquée par la réussite de l'intégration d'Ellex Medical avec une progression de 2,2pts de l'EBITDA en PF (17,8%), reflétant la mise en œuvre des premières synergies. Début 2021, Lumibird a présenté ses objectifs 2023 qui reposent 1/ sur un doublement de son CA avec un mix 1/3 organique (+8-10% par an) et 2/3 M&A (ciblée dans le LIDAR, Défense et Medical) et 2/ une marge d'EBITDA située entre 20 et 25% (vs 15,6% en 2019 PF Ellex). A noter qu'Ellex confirme son potentiel en atteignant dès 2021 l'objectif d'EBITDA (20,1%). Grâce à un faible niveau d'endettement le groupe reste actif dans l'étude de dossier M&A. Le groupe a notamment intégré l'activité télémètre de Saab début 2022 et s'est invité au capital de CILAS en 2021 (détient 37% du capital).

Valorisation

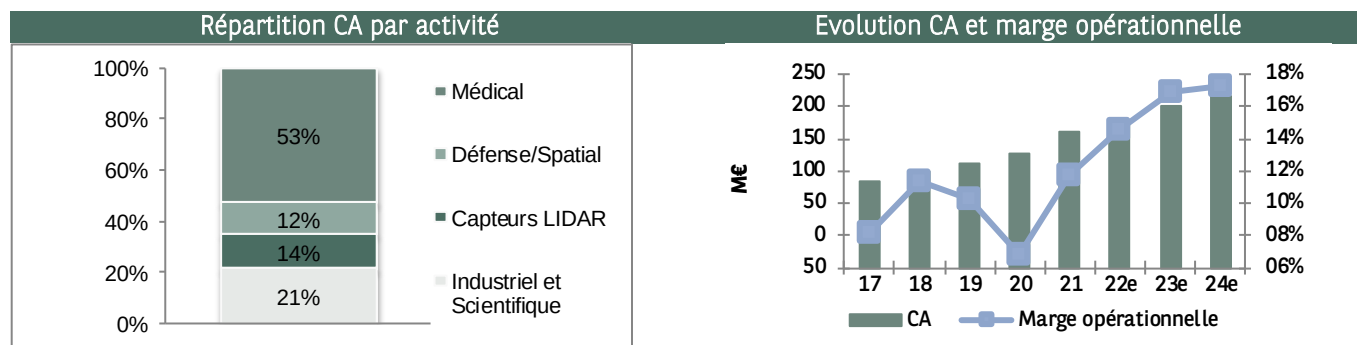
Notre valorisation repose sur un DCF (24€) et une SOTP (24€).

LUMIBIRD

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	85,1	100,7	110,7	126,7	162,5	179,6	201,8	217,6
var. n/n-1	34,5%	18,3%	9,9%	14,5%	28,2%	10,6%	12,4%	7,8%
var. organique	34,5%	18,3%	8,8%	-9,7%	11,8%	8,4%	8,4%	7,8%
EBE	10,9	16,5	21,0	23,7	32,6	39,7	50,3	54,9
ROC	7,5	11,4	12,3	14,1	19,8	26,2	34,2	37,5
var. n/n-1	+ / ++	53,1%	7,4%	15,3%	39,9%	32,3%	30,6%	9,7%
ROP	6,9	11,4	11,3	8,6	19,1	26,2	34,2	37,5
RCAI	6,2	10,9	10,6	7,1	17,6	26,6	34,2	37,5
IS	-1,4	-2,8	-1,8	-1,6	-3,7	-5,5	-7,0	-8,3
RN Pdg publié	4,7	8,1	8,8	5,6	13,9	21,1	27,1	29,2
RN Pdg corrigé	4,7	8,1	8,8	5,6	13,9	21,1	27,1	29,2
var. n/n-1	+ / ++	70,9%	9,2%	-36,9%	+ / ++	52,1%	28,7%	7,5%
Tmva CA 2019 / 2023e	16,2%							
Marge brute (%)	58,7%	60,4%	60,6%	60,6%	63,6%	63,0%	63,0%	63,0%
Marge opérationnelle (%)	8,2%	11,3%	10,2%	6,8%	11,8%	14,6%	16,9%	17,2%
Marge nette (%)	5,6%	8,0%	8,0%	4,4%	8,5%	11,7%	13,5%	13,4%
Taux IS (%)	23,3%	26,0%	16,6%	21,8%	21,3%	20,8%	20,6%	22,1%
Frais de personnel / CA (%)	28,9%	27,0%	29,1%	31,0%	33,0%	29,1%	27,0%	26,1%
CA/effectif (K€)	202	214	195	150	182	-	-	-
var. n/n-1	- / +	6,0%	-9,0%	-23,0%	21,8%	-	-	-
Effectif moyen	422	471	569	846	891	-	-	-
var. n/n-1	- / +	11,6%	20,8%	48,7%	5,3%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	75,8	90,8	124,9	163,7	181,3	202,4	229,6	258,8
Dettes financières nettes	10,0	3,0	-22,4	2,4	7,7	14,8	-6,7	-34,4
Autres	-10,3	-5,1	3,8	5,1	-10,6	-10,6	-10,6	-10,6
Capitaux investis	75,4	88,7	106,3	171,3	178,4	206,6	212,2	213,7
Immobilisations nettes	55,3	62,4	81,6	133,9	145,8	166,0	166,0	163,8
dont écarts d'acquisition	32,6	31,4	40,1	69,2	70,3	70,3	70,3	70,3
dont financières	1,1	1,0	1,3	2,0	10,4	10,4	10,4	10,4
BFR	21,2	27,3	26,0	39,4	43,0	50,9	56,6	60,2
Actif économique	75,4	88,7	106,3	171,3	178,4	206,6	212,2	213,7
Gearing (%)	13,2%	3,3%	-17,9%	1,5%	4,3%	7,3%	-2,9%	-13,3%
BFR/CA (%)	24,9%	27,1%	23,5%	31,1%	26,5%	28,4%	28,0%	27,7%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,9	0,2	ns	0,1	0,2	0,4	ns	ns
ROE (%)	6,2%	8,9%	7,1%	3,4%	7,6%	10,4%	11,8%	11,3%
ROACE (%) après IS normé	10,2%	10,3%	9,7%	4,9%	8,6%	10,2%	12,2%	13,7%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	6,2	15,3	19,6	17,8	35,4	35,5	43,3	46,6
Variation BFR	1,2	-3,2	-0,1	-6,1	-8,8	-7,9	-5,6	-3,7
Investissements industriels	-4,3	-11,0	-11,3	-12,4	-20,1	-29,6	-16,1	-15,2
% du CA	5,1%	10,9%	10,2%	9,8%	12,4%	16,5%	8,0%	7,0%
Cash Flow Libre	3,1	1,1	8,2	-0,6	6,5	-2,1	21,5	27,7
Cessions d'actifs	0,0	0,3	0,1	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	-6,1	-54,9	-10,4	-5,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	7,8	24,6	35,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-5,8	-2,1	-1,4	-6,8	-1,4	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-2,7	7,0	25,4	-24,8	-5,3	-7,1	21,5	27,7
Dettes financières nettes	10,0	3,0	-22,4	2,4	7,7	14,8	-6,7	-34,4



LUMIBIRD

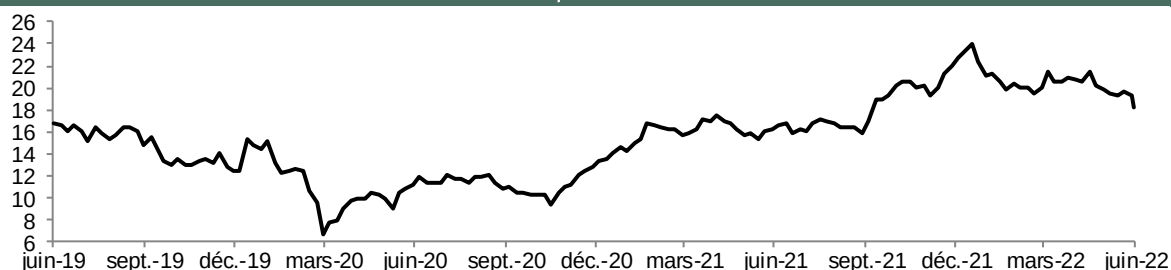
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,30	0,48	0,47	0,25	0,61	0,93	1,20	1,29
var. n/n-1	+ / ++	60,9%	-1,6%	-48,2%	+ / ++	52,1%	28,7%	7,5%
CFPA	0,4	0,9	1,1	0,8	1,6	1,6	2,0	2,1
ANPA	4,8	5,4	6,7	7,4	8,2	9,1	10,3	11,7
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	26,0%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	16,7%							

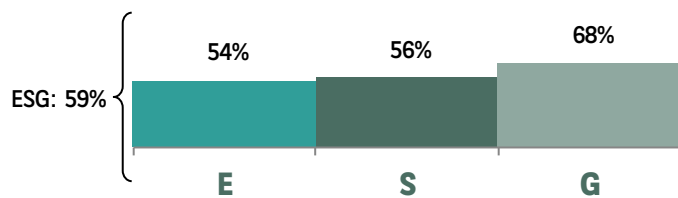
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	18,9	23,6	31,5	45,6	28,6	19,6	15,2	14,2
PCF (x)	14,4	12,5	14,2	14,0	11,0	11,4	9,4	8,7
PAN (x)	1,2	2,1	2,2	1,5	2,1	2,0	1,8	1,6
VE/CA (x)	1,2	1,9	2,3	2,0	2,5	2,4	2,0	1,7
VE/EBE (x)	9,1	11,7	12,1	10,8	12,3	10,7	8,0	6,8
VE/ROP (x)	14,3	17,0	22,4	29,5	20,9	16,2	11,8	10,0
Free Cash Flow Yield (%)	3,5%	0,6%	3,0%	-0,3%	1,7%	-0,5%	5,3%	6,8%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	89,4	190,7	275,4	252,0	393,2	409,8	409,8	409,8
Valeur d'Entreprise (VE)	99,4	193,7	252,9	254,4	400,9	424,6	403,1	375,4
Cours de référence (€)	5,7	11,4	14,9	11,2	17,5	18,2	18,2	18,2
Nb de titres (Mio)	15,771	16,754	18,430	22,467	22,467	22,467	22,467	22,467
Nb de titres corrigé (Mio)	15,761	16,750	18,587	22,381	22,421	22,421	22,421	22,421
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,9%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Date d'introduction	30/09/1997							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	18,8	17,9	24,2	21,9	33,8	38,0
CA T2	21,6	24,4	27,5	23,9	41,6	
CA S1	40,5	42,3	51,7	45,8	75,4	
ROP S1	2,5	3,1	2,1	-3,0	8,0	
RN pdg corrigé S1	1,9	2,3	1,3	-2,8	5,1	
Marge opérationnelle S1	6,2%	7,3%	4,0%	-6,6%	10,6%	
Marge nette S1	4,7%	5,3%	2,6%	-6,2%	6,8%	
CA T3	17,5	23,2	24,8	32,7	37,2	
CA T4	27,2	35,4	34,1	48,2	49,8	
CA S2	44,7	58,6	59,0	80,9	87,0	
ROP S2	4,4	7,2	10,1	11,6	11,2	
RN pdg corrigé S2	2,8	4,7	8,8	8,4	8,8	
Marge opérationnelle S2	9,9%	12,3%	17,1%	14,4%	12,8%	
Marge nette S2	6,4%	8,1%	14,9%	10,4%	10,1%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	12,6%	-4,8%	35,2%	-9,5%	54,3%	12,4%
CA T2	47,9%	13,0%	12,7%	-13,2%	74,3%	
CA T3	37,8%	32,6%	6,9%	31,9%	13,8%	
CA T4	41,2%	30,1%	-3,7%	41,3%	3,3%	
CA S1	29,3%	4,4%	22,3%	-11,5%	64,8%	
CA S2	39,8%	31,1%	0,7%	37,1%	7,5%	
ROP S1	+ / ++	22,8%	-33,6%	+ / -	- / +	
ROP S2	+ / ++	63,3%	40,1%	15,1%	-4,0%	

Historique de cours





LUMIBIRD

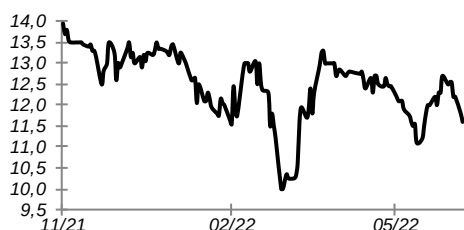
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	2,6	3,6	11,2	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	32%	31%	32%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	75	82	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	2,6%	2,5%	2,4%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	51%	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	6,4%	8,0%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	4 209	4 209	4 209	
Taux d'absentéisme	ND	0,2%	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	2,1	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	6	6	6	
<i>dont indépendants</i>	2	2	2	
<i>dont femmes</i>	2	2	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	93%	90%	90%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Oui	Recrutement d'un Directeur RSE : Frédéric Chiquet
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	53%	62%	62%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	5,6	3,6	5,5	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	63%	68%	100%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

MAAT PHARMA

Biotech _ Pharma



Cours : 11,60€ 14 Jun 2022

Objectif : 19,60€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché

ISIN / Mnémonique FR0012634822 / MAAT
Reuters / Bloomberg MAAT.PA / MAAT:FP
Indice CAC Small
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **114,7**
Flottant (%) 11,6%
Nbre de Titres (Mio) 9,886
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat

Hervé Affagard 1,4%
Seventure Funds 23,9%
Crédit Mutuel Innovation 14,4%
Biocodex 10,0%

	21	22e	23e
Cash Flow Libre	-8,2	-21,0	-25,0
Inv. financiers	0,0	0,1	0,1
Augmentation capital	32,4	0,0	0,0
Var Trésorerie	23,6	-21,0	-25,0
Trésorerie nette	37,2	16,2	-8,7
Trésorerie nette/action	3,76	1,64	-0,89
Prod. d'exploitation	1,0	0,0	0,0
ROP	-8,9	-19,7	-23,5
% Prod. exploitation	ns	ns	ns
RN pdg publié	-9,0	-19,7	-23,8
% Prod. exploitation	ns	ns	ns

Un potentiel qui se confirme

Activité

Créé en décembre 2014, MaaT Pharma développe des biothérapies basées sur l'utilisation de la flore intestinale pour traiter des maladies graves notamment en oncologie. Les traitements de MaaT Pharma reposent sur une approche thérapeutique appelée FMT (Fecal Microbiota Transfer) qui consiste à transférer à des malades un microbiote provenant de la flore intestinale de donneurs sains. Cette approche a pour but de reconstituer un microbiote entier, équilibré, riche et fonctionnel chez des personnes présentant une dysbiose sévère causée par un contexte pathologique. Cette approche thérapeutique très prometteuse suscite un engouement croissant à mesure qu'il apparaît que le microbiote joue un rôle essentiel dans plusieurs fonctions biologiques comme le métabolisme, le système immunitaire et le système nerveux. Le pipeline est principalement orienté dans le traitement du cancer.

Marché / Concurrence

L'engouement que connaissent les programmes de recherche sur la thématique du microbiote devrait conduire à l'éclosion d'un nouveau marché dans les prochaines années. Estimé à 0,7M\$ en 2021, le marché des thérapies basées sur le microbiote humain devrait connaître une très forte croissance pendant les prochaines années pour atteindre 2,9Md\$ à l'horizon 2028 (CAGR= 22,2%), principalement porté par l'arrivée des premiers médicaments sur le marché. Ces derniers sont le RBX2660 de la société Rebiotix (achetée en 2018 par Ferring Pharmaceuticals) et le SER-109 de Seres Therapeutics (deal de 525 M\$ dont 175 M\$ d'upfront avec Nestlé Healthscience). Tous les deux ont terminé leurs phases 3 aux USA dans la prévention des infections au Clostridium difficile et pourraient arriver sur le marché d'ici fin 2022. Ces estimations de marchés sont probablement très en deçà de la réalité puisqu'elles n'intègrent pas réellement le vaste pipeline de programmes en développement.

Stratégie / Perspectives

Les premiers pas en bourse de MaaT Pharma sont pour le moins satisfaisants. La société délivre les objectifs qu'elle s'était fixé au moment de son IPO en novembre 2021. En effet, le news flow clinique a été riche et jalonné de bonnes nouvelles au cours des 6 derniers mois : 1/ Présentation en décembre 2021 de résultats cliniques additionnels très encourageants de la phase II HERACLES (24 patients) et du programme d'accès compassionnel à MaaT013 dans l'aGvHD ; 2/ Résultats intermédiaires de MaaT033 démontrant une bonne colonisation ainsi qu'une bonne tolérance du produit ; 3/ Inclusion du premier patient dans ARES, l'étude de phase III évaluant MaaT013 dans l'aGvHD chez les patients ayant reçu une greffe de moelle osseuse ; 4/ Lancement par l'AP-HP de PICASSO, l'étude de phase IIa évaluant l'impact de MaaT013 sur l'efficacité des inhibiteurs de checkpoint chez les patients atteints de mélanome ; 5/ Très bons résultats finaux de CIMON qui confirme le potentiel de MaaT033 chez les patients qui ont ou vont recevoir une greffe de moelle osseuse, ouvrant la voie à une étude validante de phase II/III (fin 2022). Par ailleurs, la société a également renforcé ses infrastructures au travers d'un partenariat avec Skyepharma lui donnant accès à 1500 m² d'usine GMP pour la production de ses futurs lots cliniques dans le mélanome notamment. La visibilité financière s'étend au T3 2023 avec 43,3 M€ enregistré au 31/12/2021.

Valorisation

Valorisation rNPN et SoP.

Mohamed Kaabouni, Analyste Financier

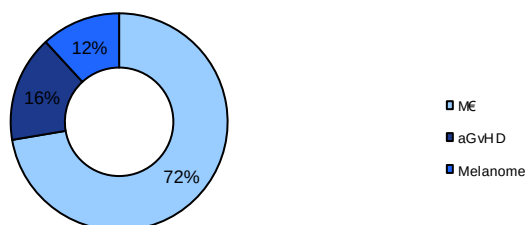
+33 (0)2 40 44 94 10
mohamed.kaabouni@bnpparibas.com

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 08/06/2022 - 09:58 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

MAAT PHARMA

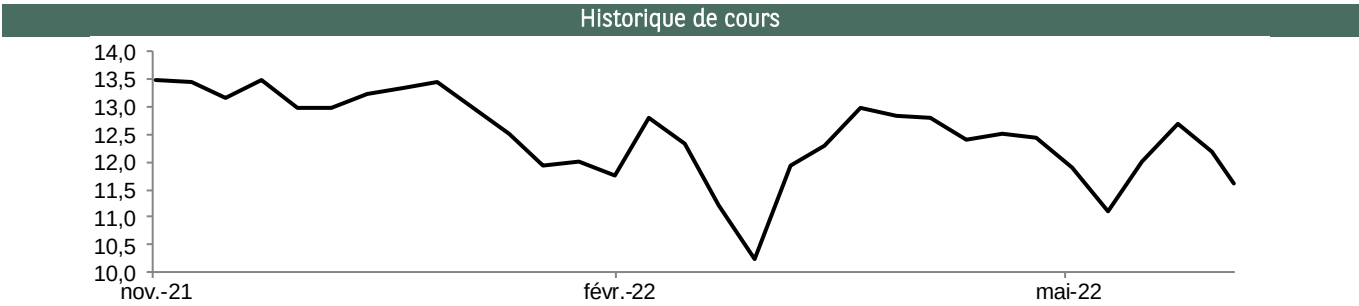
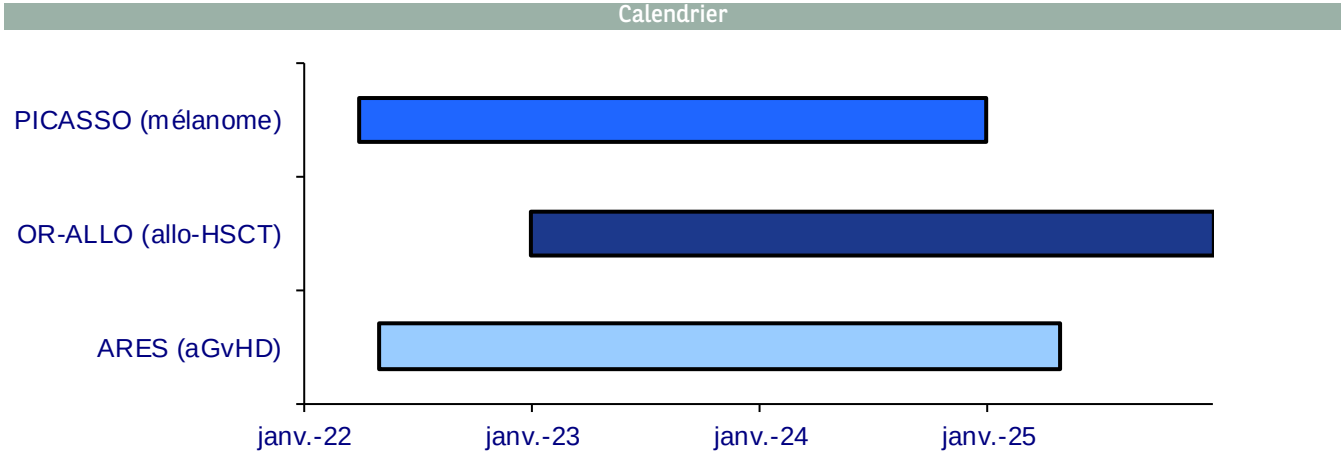
Financement	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-	-4,3	-4,9	-5,1	-7,7	-19,5	-23,4	-12,8
Variation BFR	-	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	0,2	-4,9
Investissements industriels	-	-0,3	-0,1	-0,3	-0,2	-1,4	-1,8	-1,9
Cash Flow Libre	-	-4,6	-5,1	-5,4	-8,2	-21,0	-25,0	-19,6
Cessions d'actifs	-	-	-	-	-	-	-	-
Investissements financiers	-	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,1
Dividendes	-	-	-	-	-	-	-	-
Augmentation de capital	-	0,0	0,0	18,0	32,4	0,0	0,0	0,0
Autres	-	-	-1,0	6,4	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1
Variation Trésorerie	-	-	-6,0	18,8	23,6	-21,0	-25,0	-19,6
Trésorerie nette	-	0,8	-5,2	13,6	37,2	16,2	-8,7	-28,4
Exploitation	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
Produit d'exploitation	-	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0	10,0
ROP	-	-4,4	-5,0	-5,3	-8,9	-19,7	-23,5	-12,2
CIR	-	-	-	-	-	-	-	-
R&D immobilisée	-	-	-	-	-	-	-	-
Frais R&D	-	-4,5	-5,3	-6,1	-9,1	-21,4	-24,9	-21,6
RN Pdg publié	-	-4,5	-5,8	-5,3	-9,0	-19,7	-23,8	-13,6
Frais de personnel	-	-	-	-	-	-	-	-
Effectif moyen	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilan	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	-	1,3	-4,6	15,9	39,9	20,1	-3,7	-17,2
Autres	-	-0,8	-1,2	-1,7	-2,2	-4,5	-4,9	-4,0
Capitaux investis	-	0,4	-5,7	14,2	37,7	15,6	-8,5	-21,2
Immobilisations nettes	-	1,2	1,2	2,1	2,2	3,3	4,8	5,9
<i>dont écarts d'acquisition</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>dont financières</i>	-	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5	0,6
Trésorerie nette	-	0,8	-5,2	13,6	37,2	16,2	-8,7	-28,4
BFR	-	-1,5	-1,6	-1,2	-1,4	-3,6	-4,0	1,8
Actif économique	-	0,4	-5,7	14,2	37,7	15,6	-8,5	-21,2

Valorisation NPV

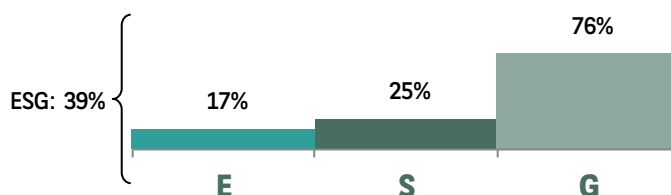


Données par action	-	18	19	20	21	22e	23e	24e
Trésorerie nette / action	-	3,86	-25,38	65,79	3,76	1,64	-0,89	-2,87
CFPA	-	-21,0	-23,9	-24,5	-0,8	-2,0	-2,4	-1,3
Nb de titres (Mio)	-	0,206	0,207	0,206	9,884	9,884	9,884	9,884
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

MAAT PHARMA



MAAT PHARMA



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	ND	ND	ND	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	ND	ND	ND	Mise en place du plan d'actions avec objectifs fixés par équipe, les indicateurs définis sur 2022, pilotage des indicateurs à partir de 2023
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	ND	ND	Non	
Certification 14001	ND	ND	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	67%	68%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	Effectif inférieur à 50 salariés
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	Non	Pas de plan d'actions au vu de l'effectif H/F
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	3,5%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	66%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	9,5%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	ND	ND	ND	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	ND	Oui	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	ND	Oui	Oui	Implementation of a free share allocation plan in March 2022 following the IPO
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	0	0	649373 titres pour les salariés et consultants au 31 mars 2022
Taux d'absentéisme	ND	ND	5,4%	2021: effet COVID
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	0,0	Pas d'accident en 2021
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	ND	Non	Oui	A partir de la présentation des comptes 2021
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	ND	Non	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	ND	6	7	Composition depuis l'IPO
dont indépendants	ND	ND	0,571429	
dont femmes	ND	0,333333	0,571429	
Administrateur représentant les salariés au CA	ND	ND	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	100%	
Comité d'audit	ND	ND	Oui	A partir de la présentation des comptes 2021
Comité des risques	ND	ND	Non	Analyse des risques dans le RFA
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	ND	ND	Non	Réalisation d'un audit informatique en 2022
Comité RSE	ND	ND	Oui	Comité des rémunérations, nomination et RSE
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	ND	ND	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	ND	26%	23%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	ND	ND	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	ND	ND	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	5,7	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	Non	Chiffre d'affaire limité aux accès compassionnels
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	55%	Part des audits financiers sur l'ensemble des audits réalisés (sur Maat Pharma ou sur des parties prenantes)



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

MANITOU

Industrie



Cours : 19,84€ 14 Juin 2022

Objectif : 30,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000038606 / MTU
Reuters / Bloomberg	MANP.PA / MTU FP
Indice	CAC Small
Éligibilité PEA-PME	Non

Capitalisation (M€)	787,0
Flottant (%)	25,4%
Nbre de Titres (Mio)	39,668
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Familles Braud et Himsworth	64,4%
Yanmar	6,2%
Autocontrôle	3,5%
Public	25,4%

	21	22e	23e
PER	12,3	9,3	6,8
PCF	6,2	5,6	4,4
VE/CA	0,6	0,4	0,4
VE/ROP	9,2	7,6	5,7
PAN	1,4	0,9	0,9
Rendement	2,1%	4,0%	4,2%
Free Cash Flow Yield	9,3%	-13,9%	2,8%
ROACE	12,4%	9,3%	10,7%

CA	1 875,0	2 253,5	2 475,0
CA précédent	1 875,0	2 253,5	2 475,0
var. n/n-1	18,3%	20,2%	9,8%
EBE	174,0	173,1	219,8
ROC	124,2	119,2	160,1
% CA	6,6%	5,3%	6,5%
ROP	119,6	119,2	160,1
% CA	6,4%	5,3%	6,5%
RN Pdg publié	87,2	81,6	111,6
% CA	4,6%	3,6%	4,5%

BNPA	2,28	2,13	2,91
BNPA précédent	2,28	2,13	2,91
var. n/n-1	120,8%	-6,4%	36,7%
BNPA Cor	2,28	2,13	2,91
ANPA	19,7	21,0	23,1
Dividende net	0,80	0,83	1,14
DFN	-16,0	120,3	131,1

Yann de Peyrelongue, Analyste Financier
Nicolas Royot
+33 (0)1 40 17 50 39
yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com

Valorisé en bas de cycle

Activité

Leader mondial sur le marché des chariots télescopiques tout terrain, Manitou est également présent dans la manutention industrielle et dans les équipements compacts type mini-chargeurs ou mini-pelles. Manitou s'est d'abord concentré sur son savoir-faire en mécano-soudure avant de se transformer progressivement en assembleur sur le modèle des constructeurs automobiles. S'appuyant sur un réseau fort de concessionnaires et de distributeurs (c.80% du CA contre c.20% pour les loueurs), l'activité du groupe se décompose en deux divisions : Products (82% du CA 2021), qui regroupe Material Handling and Access (65% CA 2020 - chariots télescopiques et nacelles élévatrices) et Compact Equipment Products (17% CA 2020 - mini-chargeurs, mini-pelles et chariots télescopiques de marques Gehl et Mustang pour le marché américain) et Services and Solutions (18% CA 2021 - financement, pièces de rechange, accessoires, formation).

Marché / Concurrence

Présent encore majoritairement en Europe (72% CA 2021), Manitou s'est engagé depuis plusieurs années dans une diversification géographique de ses marchés (Amériques 18%; APAM 10%). Le groupe adresse trois marchés principaux : la construction (60% CA 2021), l'agriculture (29% CA 2021) et l'industrie (11% CA 2021). Les marchés nord américain et européen, respectivement 1^{er} et 2^e marché mondial étaient en haut de cycle en 2018-2019. La forte chute des marchés en 2020 permet de se projeter sur un nouveau début de cycle. L'Asie est anticipée en forte croissance dans les années à venir, poussée par une phase d'équipement local. Les principaux concurrents se nomment Caterpillar, Doosan Bobcat, Terex, Linamar, Haulotte, JCB, Wacker Neuson, Kion et Jungheinrich.

Stratégie / Perspectives

Début janvier 2021, Manitou a dévoilé un plan stratégique à horizon 2025 (New Horizon). Celui-ci se fonde sur 1/ la satisfaction client, 2/ la transition énergétique, notamment avec le développement de produits/services à faible émissions, 3/ une rationalisation de l'appareil de production (restructuration de CEP, standardisation des composants entre CEP et MHA...) et 4/ la poursuite de l'engagement des équipes (diversité, sécurité au travail...). Economiquement, le groupe vise un CA >2,5md€, une marge d'EBITDA >10%, une MOC >8% pour des capex de 460M€ sur la période (ou 90M€ par an). Nous jugeons les ambitions du groupe tout à fait atteignables.

Pour 2022, le management anticipe une croissance supérieure 20% mais ne donne plus de guidance de marge étant donné la forte volatilité des prix des matières premières (particulièrement acier).

Valorisation

La visibilité du groupe est historique, avec un carnet de commandes de 3,3Md€, mais le groupe subit les tensions sur les chaînes d'approvisionnement et l'incertitude sur ses coûts (particulièrement matières premières). Nous valorisons Manitou 29€/action (DCF 33€ / Comparables 25€) auquel nous ajoutons une prime ESG de 5%. A 1x le PAN 2022, le groupe est valorisé sur un bas de cycle.

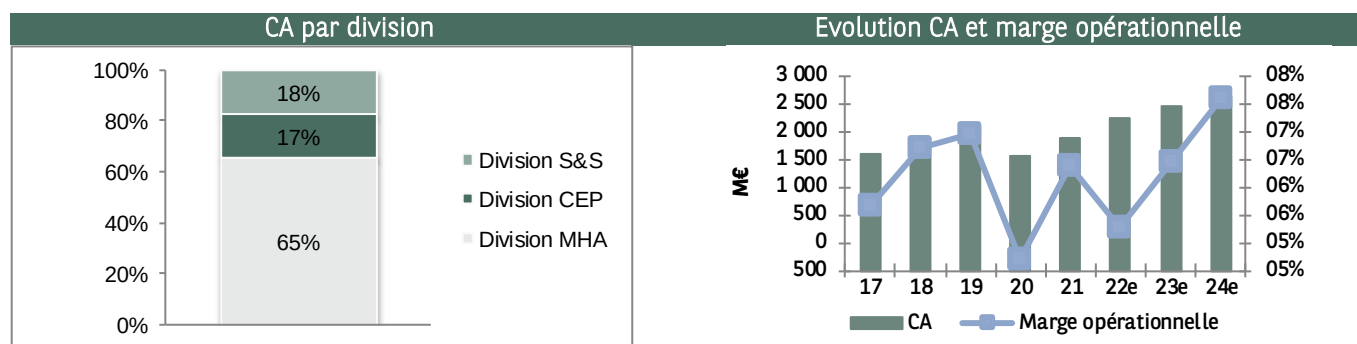
La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 07/06/2022 - 11:38 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

MANITOU

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	1 591,0	1 883,6	2 093,0	1 585,0	1 875,0	2 253,5	2 475,0	2 648,3
var. n/n-1	19,5%	18,4%	11,1%	-24,3%	18,3%	20,2%	9,8%	7,0%
var. organique	18,4%	19,5%	10,0%	-23,5%	18,5%	20,2%	9,8%	7,0%
EBE	122,4	162,6	191,7	128,4	174,0	173,1	219,8	263,2
ROC	95,4	129,3	148,0	85,2	124,2	119,2	160,1	201,7
var. n/n-1	35,1%	35,5%	14,5%	-42,4%	45,7%	-4,0%	34,3%	26,0%
ROP	90,5	126,1	145,5	74,7	119,6	119,2	160,1	201,7
RCAI	87,5	122,5	140,2	65,0	116,6	114,5	156,5	198,2
IS	-27,3	-38,1	-45,0	-24,9	-29,2	-32,6	-44,6	-56,5
RN Pdg publié	60,1	84,1	95,0	39,5	87,2	81,6	111,6	141,3
RN Pdg corrigé	60,1	84,1	95,0	39,5	87,2	81,6	111,6	141,3
var. n/n-1	40,0%	40,0%	13,0%	-58,5%	+ / ++	-6,4%	36,7%	26,6%
Tmva CA 2019 / 2023e	4,3%							
Marge brute (%)	16,3%	16,7%	16,5%	15,7%	16,9%	14,8%	15,8%	16,6%
Marge opérationnelle (%)	5,7%	6,7%	7,0%	4,7%	6,4%	5,3%	6,5%	7,6%
Marge nette (%)	3,8%	4,5%	4,5%	2,5%	4,6%	3,6%	4,5%	5,3%
Taux IS (%)	31,2%	31,1%	32,1%	38,2%	25,0%	28,5%	28,5%	28,5%
Frais de personnel / CA (%)	13,0%	12,5%	12,6%	17,0%	16,8%	-	-	-
CA/effectif (K€)	442	453	465	355	425	-	-	-
var. n/n-1	8,1%	2,4%	2,8%	-23,7%	19,8%	-	-	-
Effectif moyen	3 601	4 163	4 500	4 464	4 408	-	-	-
var. n/n-1	10,5%	15,6%	8,1%	-0,8%	-1,3%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	533,1	592,4	665,8	667,6	754,3	805,3	885,1	982,8
Dettes financières nettes	76,0	152,5	192,1	41,7	-16,0	120,3	131,1	88,9
Autres	15,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6
Capitaux investis	624,7	758,1	872,3	724,6	748,0	935,4	1 026,3	1 082,3
Immobilisations nettes	238,6	271,2	336,7	321,4	340,8	376,9	407,1	415,6
dont écarts d'acquisition	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
dont financières	47,9	51,9	70,1	51,6	58,5	58,5	58,5	58,5
BFR	434,0	538,8	605,8	454,8	465,7	617,0	677,7	725,1
Actif économique	624,7	758,1	872,3	724,6	748,0	935,4	1 026,3	1 082,3
Gearing (%)	14,3%	25,5%	28,6%	6,2%	-2,1%	14,9%	14,8%	9,0%
BFR/CA (%)	27,3%	28,6%	28,9%	28,7%	24,8%	27,4%	27,4%	27,4%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,6	0,9	1,0	0,3	ns	0,7	0,6	0,3
ROE (%)	11,3%	14,2%	14,3%	5,9%	11,6%	10,1%	12,6%	14,4%
ROACE (%) après IS normé	10,3%	12,2%	11,9%	7,0%	12,4%	9,3%	10,7%	12,6%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	82,0	122,5	144,5	112,6	172,2	135,7	171,7	203,1
Variation BFR	-46,7	-127,2	-60,4	146,4	-1,0	-151,4	-60,7	-47,4
Investissements industriels	-40,8	-46,4	-68,3	-58,6	-71,1	-90,0	-90,0	-70,0
% du CA	2,6%	2,5%	3,3%	3,7%	3,8%	4,0%	3,6%	2,6%
Cash Flow Libre	-5,5	-51,1	15,8	200,4	100,1	-105,7	21,0	85,7
Cessions d'actifs	0,4	0,2	0,9	0,0	10,4	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,3	0,1	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-16,4	-23,9	-30,2	-19,4	-23,0	-30,6	-31,8	-43,5
Augmentation de capital	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Autres	4,0	-1,9	-27,3	-30,5	-30,0	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	17,4	76,5	39,6	-150,4	-57,7	136,3	10,8	-42,2
Dettes financières nettes	76,0	152,5	192,1	41,7	-16,0	120,3	131,1	88,9



MANITOU

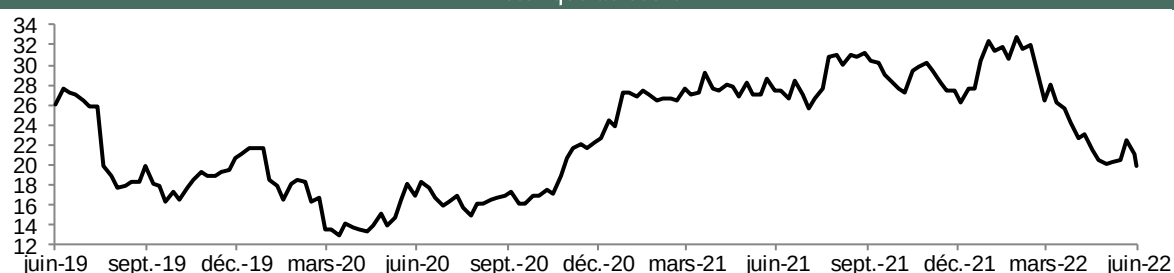
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1,57	2,18	2,48	1,03	2,28	2,13	2,91	3,69
var. n/n-1	39,7%	39,3%	13,8%	-58,5%	+ / ++	-6,4%	36,7%	26,6%
CFPA	2,1	3,2	3,8	2,9	4,5	3,5	4,5	5,3
ANPA	13,9	15,4	17,4	17,4	19,7	21,0	23,1	25,7
Dividende net (versé en n+1)	0,62	0,77	0,50	0,60	0,80	0,83	1,14	1,44
Payout (%)	39,4%	35,5%	20,1%	58,2%	35,1%	39,0%	39,0%	39,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	4,1%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	4,4%							

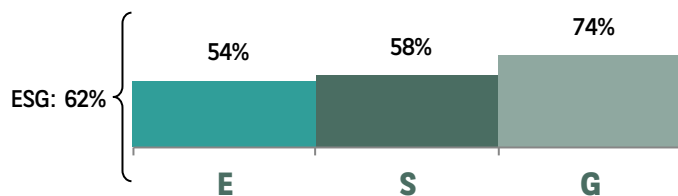
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	17,7	14,3	9,2	16,7	12,3	9,3	6,8	5,4
PCF (x)	12,9	9,8	6,1	5,9	6,2	5,6	4,4	3,7
PAN (x)	2,0	2,0	1,3	1,0	1,4	0,9	0,9	0,8
VE/CA (x)	0,7	0,7	0,5	0,5	0,6	0,4	0,4	0,3
VE/EBE (x)	9,6	8,6	5,8	5,7	6,3	5,2	4,2	3,3
VE/ROP (x)	13,0	11,1	7,6	9,8	9,2	7,6	5,7	4,4
Free Cash Flow Yield (%)	-0,5%	-4,2%	1,8%	30,3%	9,3%	-13,9%	2,8%	11,3%
Rendement (%)	1,5%	2,0%	3,4%	2,9%	2,1%	4,0%	4,2%	5,7%
Capitalisation (M€)	1 096,1	1 239,1	910,9	684,6	1 113,1	787,0	787,0	787,0
Valeur d'Entreprise (VE)	1 172,1	1 396,2	1 108,9	733,2	1 098,1	908,6	919,7	877,9
Cours de référence (€)	27,7	31,2	23,0	17,3	28,1	19,8	19,8	19,8
Nb de titres (Mio)	39,619	39,668	39,668	39,668	39,668	39,668	39,668	39,668
Nb de titres corrigé (Mio)	38,326	38,531	38,273	38,272	38,269	38,269	38,269	38,269
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	24/04/1984							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	380,0	461,0	561,0	421,0	471,0	450,0
CA T2	425,1	480,0	602,6	340,2	499,0	
CA S1	805,0	941,0	1 163,6	761,2	970,0	
ROP S1	45,9	61,5	89,2	26,4	87,1	
RN pdg corrigé S1	30,0	40,3	59,9	13,0	64,2	
Marge opérationnelle S1	5,7%	6,5%	7,7%	3,5%	9,0%	
Marge nette S1	3,7%	4,3%	5,1%	1,7%	6,6%	
CA T3	354,0	419,0	436,0	391,0	432,0	
CA T4	431,9	524,0	493,4	432,8	473,0	
CA S2	785,9	943,0	929,4	823,8	905,0	
ROP S2	44,6	64,6	56,3	48,3	32,5	
RN pdg corrigé S2	30,1	43,9	35,2	26,5	23,0	
Marge opérationnelle S2	5,7%	6,9%	6,1%	5,9%	3,6%	
Marge nette S2	3,8%	4,7%	3,8%	3,2%	2,5%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	22,9%	21,3%	21,7%	-25,0%	11,9%	-4,5%
CA T2	14,9%	12,9%	25,5%	-43,6%	46,7%	
CA T3	9,6%	18,4%	4,1%	-10,3%	10,5%	
CA T4	35,3%	21,3%	-5,8%	-12,3%	9,3%	
CA S1	16,8%	16,9%	23,7%	-34,6%	27,4%	
CA S2	22,4%	20,0%	-1,4%	-11,4%	9,9%	
ROP S1	21,5%	34,0%	45,2%	-70,4%	+ / ++	
ROP S2	39,7%	44,9%	-13,0%	-14,2%	-32,7%	

Historique de cours





MANITOU

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	12,4	13,0	12,3	Objectif 2030 : -46% de GES scope 1,2 vs 2019, soit 14kteqCO2
Politique de compensation des émissions CO2	non	non	non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	non	non	non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	oui	oui	oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	non	non	non	
Certification 14001	oui	oui	oui	78% du CA (vs 76% en 2020)
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	18%	18%	20%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	88	93	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	oui	oui	oui	
Part des personnes en situation de handicap	3,6%	3,6%	3,5%	Périmètre : France -hors LMH Solutions , CFM Ile-de-France-, Italie
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	72%	58%	60%	Périmètre : France -hors LMH Solutions , CFM Ile-de-France-, Italie, avec intégration des USA et de l'Inde en 2019
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	14%	12%	15%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	non	non	non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	oui	oui	oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	non	non	non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	198 342	238 010	198 342	
Taux d'absentéisme	3,3%	3,5%	3,9%	Périmètre : France, Italie
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	9,3	8,8	8,8	Salariés (hors intérimaires) Périmètre : Groupe
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	non	non	non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	oui	oui	oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	11	12	12	
<i>dont indépendants</i>	4	5	4	
<i>dont femmes</i>	4	4	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	oui	oui	oui	Deux représentants
Assiduité des membres du CA	99%	100%	98%	
Comité d'audit	oui	oui	oui	
Comité des risques	non	non	non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	non	non	non	Sujet traité lors de comité d'audit en 2020
Comité RSE	non	non	oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	non	non	non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	64%	65%	64%	Familles Braud et Himsworth
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	oui	oui	oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	oui	oui	oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	oui	oui	oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	26,07	31,53	36,93	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	oui	oui	oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	oui	oui	oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	98%	100%	KPMG, RSM Ouest



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

MAUREL & PROM

Energie



Cours : 5,15€

14 Juin 2022

Objectif : 5,05€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000051070 / MAU
Reuters / Bloomberg	MAU.PA / MAU:FP
Indice	CAC Small
Contrat de prestation analyse	
Eligibilité PEA-PME	Oui
Capitalisation (M€)	1 036,5
Flottant (%)	28,9%
Nbre de Titres (Mio)	201,262
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Pertamina	71,1%
Autocontrôle	1,8%

	21	22e	23e
PER	3,8	5,5	4,5
PCF	2,2	3,0	2,8
VE/CA	1,5	1,8	1,4
VE/ROP	4,8	5,0	3,6
PAN	0,6	1,1	0,9
Rendement	0,0%	1,4%	3,9%
Free Cash Flow Yield	25,9%	18,0%	20,9%
ROACE	11,1%	18,9%	22,4%

CA	499,7	670,3	684,5
CA précédent	499,7	694,2	684,5
var. n/n-1	51,5%	34,1%	2,1%
EBE	280,1	398,2	414,4
ROC	173,2	239,9	276,0
% CA	34,7%	35,8%	40,3%
ROP	158,0	239,9	276,0
% CA	31,6%	35,8%	40,3%
RN Pdg publié	122,2	238,4	283,1
% CA	24,5%	35,6%	41,4%

BNPA	0,62	1,21	1,43
BNPA précédent	0,62	1,28	1,43
var. n/n-1	ns	95,1%	18,8%
BNPA Cor	0,54	0,94	1,16
ANPA	3,4	4,6	5,8
Dividende net	0,07	0,20	0,20

DFN	341,0	156,4	-44,0

Nicolas Montel, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 59 10
nicolas.montel@bnpparibas.com

Un play Brent

Activité

Maurel & Prom est un opérateur pétrolier spécialisé dans l'exploration et la production d'hydrocarbures. Reconnu pour son expertise E&P on shore en Afrique et Amérique latine, Maurel & Prom dispose d'un portefeuille d'actifs à fort potentiel couvrant l'ensemble des activités d'exploration, de développement et de production.

Marché / Concurrence

Le groupe opère aujourd'hui des actifs en production de pétrole au Gabon (16 900 b/j en part M&P) et en Angola (3 900 b/j) ainsi que de gaz en Tanzanie (31,5 Mpc/j). Il détient également une participation de près de 20% dans SEPLAT (production de 51 200 b/j), une société cotée à Londres et au Lagos spécialisée dans la production de pétrole et de gaz. Hors SEPLAT, les réserves du groupe s'établissent à 171 millions de barils équivalent pétrole pour une production moyenne de 25 490 barils équivalent pétrole par jour sur 2021.

Stratégie / Perspectives

En août 2016, Pertamina, compagnie pétrolière publique indonésienne, a lancé une OPA sur Maurel & Prom. Fort de 71,3% du capital, Pertamina a décidé de maintenir la société cotée à la Bourse de Paris avec la volonté de faire de Maurel & Prom sa plateforme de développement international. Dans le cadre de cette stratégie, la société a acquis ces dernières années des participations dans des champs en Angola et au Venezuela. Face à la violente baisse des cours du pétrole sur le S1 2020, le groupe a arrêté les forages de développement au Gabon et entrepris un programme de réduction de ses coûts opérationnels (-25% en année pleine). Avec le rebond des prix du Brent, le management a redémarré ses forages de développement à l'été 2021. Après un forage d'exploration commercialement infructueux dans le sud du Gabon début 2020, le groupe dispose encore de permis d'exploration prometteur notamment en Colombie et en Namibie. A moyen terme, le groupe pourrait par ailleurs reprendre les opérations de croissance externe.

Valorisation

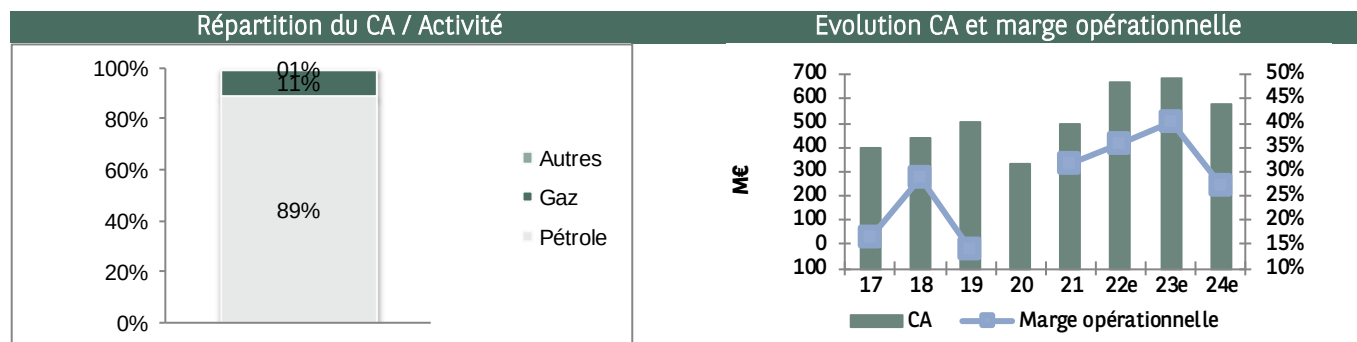
Suite à la mise à jour des paramètres de notre modèle et notamment de la parité €/€ (1,07 vs 1,12 précédemment), nous relevons notre objectif de cours de 4,60€ à 5,05€. Nous abaissons en revanche notre opinion de Renforcer (2) à Conserver (3) en raison de la récente forte hausse du titre.

MAUREL & PROM

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	400,6	440,2	503,6	329,7	499,7	670,3	684,5	576,0
var. n/n-1	14,1%	9,9%	14,4%	-34,5%	51,5%	34,1%	2,1%	-15,9%
var. organique	14,1%	9,9%	14,4%	-34,5%	51,5%	34,1%	2,1%	-15,9%
EBE	189,1	245,0	286,1	95,0	280,1	398,2	414,4	317,3
ROC	78,8	139,1	122,7	-24,6	173,2	239,9	276,0	156,2
var. n/n-1	+/-	76,6%	-11,8%	+/-	-/+	38,5%	15,1%	-43,4%
ROP	64,8	126,1	69,9	-538,6	158,0	239,9	276,0	156,2
RCAI	-18,3	99,4	38,7	-549,9	141,7	227,9	270,0	159,8
IS	-31,2	-68,4	-62,4	-29,5	-43,7	-44,7	-45,1	-67,3
RN Pdg publié	6,4	58,1	37,4	-594,1	122,2	238,4	283,1	129,8
RN Pdg corrigé	6,4	58,1	57,3	-26,2	107,3	186,6	228,4	96,1
var. n/n-1	-/+	+/-	-1,4%	+/-	-/+	73,8%	22,4%	-57,9%
Tmva CA 2019 / 2023e	8,0%							
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	16,2%	28,6%	13,9%	ns	31,6%	35,8%	40,3%	27,1%
Marge nette (%)	1,6%	13,2%	11,4%	-8,0%	21,5%	27,8%	33,4%	16,7%
Taux IS (%)	-170,7%	68,7%	160,9%	-5,4%	30,8%	19,6%	16,7%	42,1%
Frais de personnel / CA (%)	13,2%	15,2%	16,7%	20,8%	-	-	-	-
CA/effectif (K€)	747	679	660	635	840	-	-	-
var. n/n-1	12,4%	-9,1%	-2,8%	-3,7%	32,2%	-	-	-
Effectif moyen	536	648	763	519	595	-	-	-
var. n/n-1	1,5%	20,9%	17,7%	-32,0%	14,6%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	1 014,4	1 107,9	1 124,7	539,7	675,2	899,8	1 156,1	1 254,0
Dettes financières nettes	435,8	417,9	470,5	454,3	341,0	156,4	-44,0	-146,1
Autres	197,8	114,2	144,4	-56,7	-11,4	-70,0	-131,7	-172,6
Capitaux investis	1 646,7	1 642,4	1 756,7	950,3	1 018,6	1 018,5	1 031,1	1 004,8
Immobilisations nettes	1 871,1	1 981,0	2 026,2	1 327,1	1 295,6	1 353,0	1 427,3	1 442,5
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	237,5	329,9	356,9	367,3	280,3	338,9	400,6	441,5
BFR	13,2	-8,6	87,4	-9,5	3,3	4,4	4,5	3,8
Actif économique	1 646,7	1 642,4	1 756,7	950,3	1 018,6	1 018,5	1 031,1	1 004,8
Gearing (%)	43,0%	37,6%	41,2%	82,2%	49,5%	16,8%	-3,6%	-11,0%
BFR/CA (%)	3,3%	-2,0%	17,4%	-2,9%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Dettes financières nettes/EBE (x)	2,3	1,7	1,6	4,8	1,2	0,4	ns	ns
ROE (%)	0,6%	5,2%	3,3%	ns	18,1%	26,5%	24,5%	10,4%
ROACE (%) après IS normé	2,5%	5,0%	2,7%	ns	11,1%	18,9%	22,4%	8,9%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	137,6	174,4	239,6	24,5	187,6	341,5	363,3	253,6
Variation BFR	21,4	-2,6	-101,5	52,9	81,9	-1,1	-0,1	0,7
Investissements industriels	-37,8	-143,6	-147,5	-93,2	-164,4	-157,1	-151,0	-135,4
% du CA	9,4%	32,6%	29,3%	28,3%	32,9%	23,4%	22,1%	23,5%
Cash Flow Libre	121,2	28,2	-9,4	-15,8	105,2	183,3	212,3	118,9
Cessions d'actifs	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	-50,9	-35,0	0,0	-7,9	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	-8,8	0,0	0,0	-13,8	-26,9	-31,9
Augmentation de capital	0,0	32,2	-3,9	1,5	1,2	0,0	0,0	0,0
Autres	-557,0	8,2	4,5	30,5	14,8	15,1	15,1	15,1
Variation dettes financières nettes	435,8	-17,9	52,6	-16,3	-113,3	-184,6	-200,4	-102,0
Dettes financières nettes	435,8	417,9	470,5	454,3	341,0	156,4	-44,0	-146,1



MAUREL & PROM

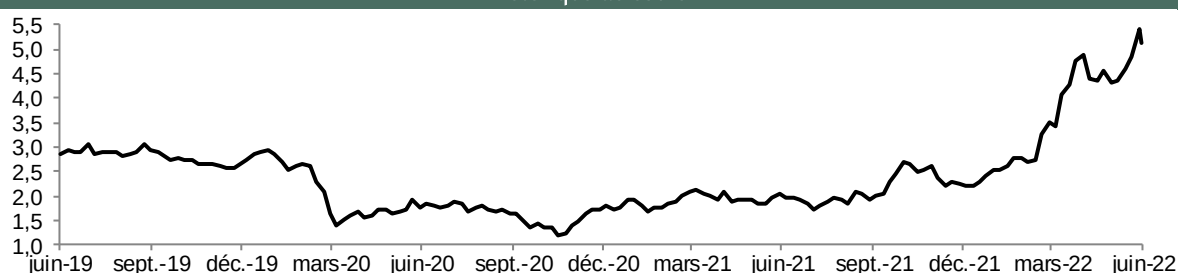
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,03	0,29	0,19	-3,01	0,62	1,21	1,43	0,65
var. n/n-1	-/+	+ /++	-1,0%	+/-	-/+	73,8%	22,4%	-58,7%
CFPA	0,7	0,9	1,2	0,1	0,9	1,7	1,8	1,3
ANPA	5,2	5,6	5,7	2,7	3,4	4,6	5,8	6,2
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,04	0,00	0,00	0,07	0,20	0,20	0,05
Payout (%)	0,0%	13,6%	0,0%	0,0%	12,9%	21,2%	17,3%	10,5%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	41,2%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	10,9%							

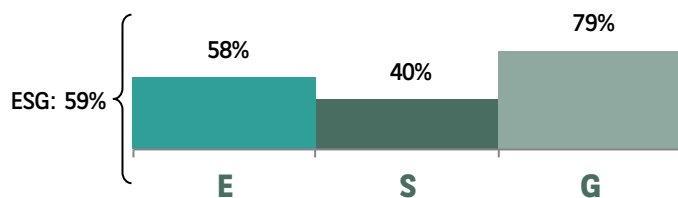
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	16,0	10,5	ns	3,8	5,5	4,5	10,8
PCF (x)	5,2	5,3	2,5	14,7	2,2	3,0	2,8	4,1
PAN (x)	0,7	0,8	0,5	0,7	0,6	1,1	0,9	0,8
VE/CA (x)	2,9	3,1	2,2	2,5	1,5	1,8	1,4	ns
VE/EBE (x)	6,2	5,6	3,8	8,6	2,7	3,0	2,4	ns
VE/ROP (x)	18,0	10,8	15,5	ns	4,8	5,0	3,6	ns
Free Cash Flow Yield (%)	16,9%	3,0%	-1,6%	-4,4%	25,9%	18,0%	20,9%	11,5%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	1,3%	0,0%	0,0%	1,4%	3,9%	3,9%
Capitalisation (M€)	733,8	943,2	614,6	364,9	411,7	1 031,8	1 031,8	0,0
Valeur d'Entreprise (VE)	1 169,6	1 361,0	1 085,1	819,2	752,7	1 188,2	987,7	-146,1
Cours de référence (€)	3,7	4,7	3,1	1,8	2,1	5,2	5,2	5,2
Nb de titres (Mio)	200,714	200,714	201,261	200,347	200,347	200,347	200,347	0,000
Nb de titres corrigé (Mio)	196,401	197,972	197,242	197,646	197,646	197,646	197,646	201,291
% de la dilution	0,0%	0,8%	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	ns
Date d'introduction	24/04/1985							
Cours d'introduction ajusté	0,0 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	95,6	0,0	104,1	81,0	85,7
CA T2	89,5	0,0	124,7	61,0	102,0
CA S1	185,1	237,4	228,8	142,0	187,7
ROP S1	19,5	64,0	55,8	-552,5	86,2
RN pdg corrigé S1	-62,1	22,4	31,5	-41,2	51,4
Marge opérationnelle S1	10,6%	27,0%	24,4%	ns	45,9%
Marge nette S1	-33,5%	9,4%	13,8%	-29,0%	27,4%
CA T3	100,6	0,0	142,0	70,6	112,9
CA T4	114,5	0,0	130,7	117,2	199,1
CA S2	215,6	202,8	274,8	187,8	312,0
ROP S2	45,3	62,0	14,0	13,9	71,8
RN pdg corrigé S2	68,5	35,6	25,8	14,9	56,0
Marge opérationnelle S2	21,0%	30,6%	5,1%	7,4%	23,0%
Marge nette S2	31,8%	17,6%	9,4%	8,0%	17,9%

Taux de croissance (n/n-1)					
CA T1	50,0%	-100,0%	+ /++	-22,2%	5,8%
CA T2	-20,3%	-100,0%	+ /++	-51,1%	67,3%
CA T3	8,2%	-100,0%	+ /++	-50,3%	59,9%
CA T4	39,6%	-100,0%	+ /++	-10,4%	69,9%
CA S1	5,1%	28,3%	-3,6%	-38,0%	32,2%
CA S2	23,2%	-5,9%	35,5%	-31,7%	66,2%
ROP S1	-/+	+ /++	-12,8%	+/-	-/+
ROP S2	82,5%	36,9%	-77,4%	-0,9%	+ /++

Historique de cours





MAUREL & PROM

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	471,4	624,7	398,2	Sur le périmètre opéré des filiales gabonaises et tanzaniennes, fort impact des cours du brent et de la parité euro-dollar
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	Oui en Colombie mais faible impact
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	14%	19%	17%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Non	Non	Non	
Part des personnes en situation de handicap	0,0%	0,0%	0,0%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	7,3%	2,2%	2,3%	Pas de données sur les effectifs permanent, calcul sur les effectifs totaux
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	Plan d'action gratuite pour les dirigeants
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	758 699	1 057 453	1 522 891	
Taux d'absentéisme	2,0%	2,5%	3,4%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,5	0,9	0,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	Afep-Medef
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	7	7	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	3	4	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	96%	100%	94%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	71%	71%	71%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	9,98	4,92	9,57	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	100%	100%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

MCPHY
Hydrogene



Cours : 12,97€ 14 Juin 2022

Objectif : 20,40€

ACHETER (1)
Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0011742329 / MCPHY
Reuters / Bloomberg MCPHY.PA / MCPHY:FP
Indice CAC Small
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **362,4**
Flottant (%) 72,5%
Nbre de Titres (Mio) 27,939
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
EDF Pulse Croissance Holding 14,0%
FCPR Ecotechnologies (représenté) 6,6%
Chart International Holdings, Inc 4,5%
Technip Energies B.V 2,3%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	ns
PCF	ns	ns	ns
VE/CA	ns	9,7	6,7
VE/ROP	ns	ns	ns
PAN	4,0	2,4	2,9
Rendement	-	-	-
Free Cash Flow Yield	-2,4%	-9,5%	-15,4%
ROACE	-	-	-

CA	13,1	23,1	41,6
CA précédent	13,1	23,1	41,6
var. n/n-1	-4,1%	75,9%	80,2%
EBE	-15,5	-18,8	-20,3
ROC	-23,5	-21,5	-26,0
% CA	ns	ns	ns
ROP	-23,5	-21,5	-26,0
% CA	ns	ns	ns
RN Pdg publié	-23,6	-21,5	-26,0
% CA	ns	ns	ns

BNPA	-0,83	-0,76	-0,92
BNPA précédent	-0,83	-0,78	-0,95
var. n/n-1	ns	ns	ns
BNPA Cor	-0,83	-0,76	-0,92
ANPA	6,1	5,3	4,4
Dividende net	-	-	-

DFN	-172,6	-137,8	-81,5

Nicolas Royot, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
nicolas.royot@bnpparibas.com

Des promesses de croissance à concrétiser

Activité

Créée en 2007, la société McPhy conçoit, intègre et fabrique des équipements flexibles de production et de distribution d'hydrogène (électrolyseurs). McPhy dispose de trois centres de développement, ingénierie et production en Europe (France, Italie, Allemagne). Ces solutions adressent les marchés de l'industrie, de la mobilité et de l'énergie.

Marché / Concurrence

McPhy adresse trois marchés en pleine croissance : 1/ les énergies renouvelables, à travers une solution de Power-to-Gas ; 2/ la mobilité, à travers les stations de recharge pour véhicules électriques hydrogènes ; 3/ le marché industriel (production sur site vs. livraison par camion), qui offre un potentiel important sur des projets de taille significative (>10 MW). En plus de la technologie, les aspects exécution de contrats, industrialisation et réduction de coûts seront déterminants par rapport à une concurrence féroce (NEL, ITM Power, Green Hydrogen Systems, John Cockerill, Plug Power...).

Stratégie / Perspectives

Les deux principaux marchés cibles (industries et mobilité) devraient connaître une très forte progression, tirés par les plans d'investissements nationaux annoncés dans toute l'Europe en 2020, en cohérence avec les objectifs présentés par la Commission européenne en juillet (6GW de production d'hydrogène vert en Europe en 2024, 40GW en 2030). Le nombre de projets et l'augmentation de leur taille seront les principaux leviers du marché, tandis que McPhy se focalisera sur les contrats de grande taille, fort du soutien de ses actionnaires industriels (Charts Industries, Technip Energies, EDF) et d'un bilan très fourni (177M€ de cash fin 2021).

Le principal catalyseur sur McPhy reste la dynamique commerciale. Les prises de commandes fermes sur 2021 atteignent 19,2M€ (-17%) et portent le carnet de commandes à 20,1M€ fin décembre. Les projets sur lesquels McPhy a été retenu comme partenaire privilégié (sous réserve que les projets aboutissent) et qui pourraient impacter le CA à partir de 2023 sont en forte croissance : 155 MW pour l'électrolyse (vs 20 MW fin 2020) et 59 stations (vs 2 fin 2020). Le pipeline "avancé" est >1GW, les projets étudiés dépassent les 3GW et >10GW de projets ont été identifiés.

La stratégie reste basée sur la R&D (hausse de la taille unitaire des stations et des projets, baisse des coûts...), l'industrialisation et la montée en puissance, avec des hausses de capacités industrielles attendues 1/ dans l'Electrolyse : 100MW aujourd'hui à San Miniato, objectif 300MW en 2022. Le projet de gigafactory (capex 35-40M€) devrait être officiellement lancé d'ici la fin du S1 (en attente de financement dans le cadre de l'IPCEI) et opérationnel en 2024, portant ainsi la capacité de McPhy à 1 300MW ; 2/ dans la Mobilité : la capacité sera portée de 20 stations en 2021 (en France) à 150 en 2022. Le groupe va continuer à se structurer et à recruter (60 recrutements prévus en 2022) et pourrait rester en pertes marquées sur les prochaines années selon nous.

Valorisation

Valorisation par DCF (22,9€/action) et Comparables (18,0€).

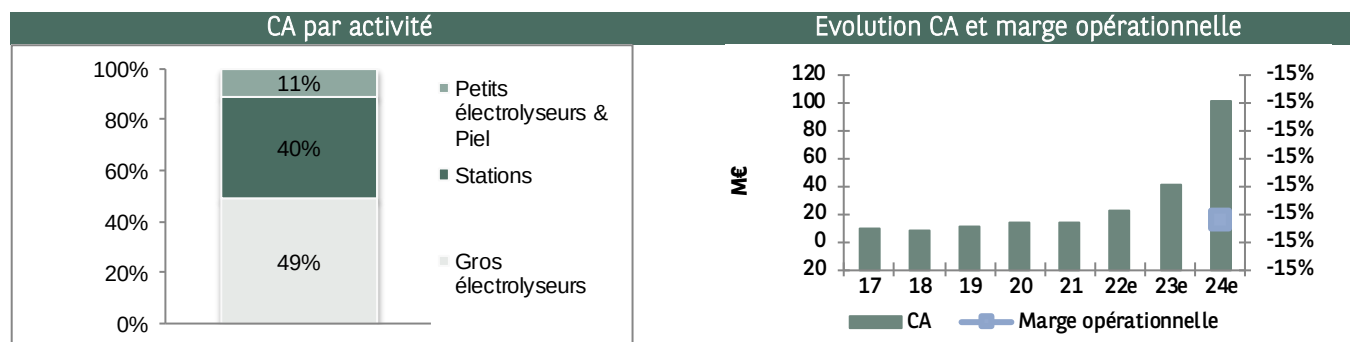
La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 14/06/2022 - 11:50 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

MCPHY

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	10,1	8,0	11,4	13,7	13,1	23,1	41,6	102,3
var. n/n-1	33,8%	-21,1%	43,2%	20,3%	-4,1%	75,9%	80,2%	+ / ++
var. organique	33,8%	-21,1%	43,2%	20,3%	-4,1%	75,9%	80,2%	145,7%
EBE	-5,6	-7,3	-3,9	-7,6	-15,5	-18,8	-20,3	-9,3
ROC	-6,4	-9,4	-6,5	-8,8	-23,5	-21,5	-26,0	-15,5
var. n/n-1	- / -	- / -	- / -	- / -	+ / ++	- / -	- / -	- / -
ROP	-6,5	-9,4	-6,5	-9,0	-23,5	-21,5	-26,0	-15,5
RCAI	-6,5	-9,4	-6,5	-9,0	-23,5	-21,5	-26,0	-15,5
IS	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
RN Pdg publié	-6,7	-9,5	-6,3	-9,3	-23,6	-21,5	-26,0	-15,5
RN Pdg corrigé	-6,6	-9,5	-6,2	-9,4	-23,5	-21,5	-26,0	-15,5
var. n/n-1	- / -	- / -	- / -	- / -	+ / ++	- / -	- / -	- / -
Tmva CA 2019 / 2023e	38,3%							
Marge brute (%)	58,4%	59,6%	85,0%	50,6%	31,9%	32,2%	43,2%	41,5%
Marge opérationnelle (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	-15,2%
Marge nette (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	-15,2%
Taux IS (%)	-1,9%	-0,7%	-1,2%	-0,7%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Frais de personnel / CA (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
CA/effectif (K€)	126	85	116	124	85	-	-	-
var. n/n-1	37,2%	-32,8%	37,4%	7,1%	-31,5%	-	-	-
Effectif moyen	80	94	98	110	154	-	-	-
var. n/n-1	-2,4%	17,5%	4,3%	12,2%	40,0%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	6,4	15,7	16,6	197,2	172,6	151,1	125,1	109,6
Dettes financières nettes	2,5	-9,0	-10,1	-190,3	-172,6	-137,8	-81,5	-55,6
Autres	-	-	-	-	-	-	-	-
Capitaux investis	9,9	8,6	8,4	9,3	9,3	22,6	52,9	63,3
Immobilisations nettes	5,2	6,2	3,1	4,3	6,4	6,4	6,4	6,4
dont écarts d'acquisition	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
dont financières	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	3,9	3,0	2,5	2,4	-2,2	-2,2	-0,4	6,3
Actif économique	9,9	8,6	8,4	9,3	9,3	22,6	52,9	63,3
Gearing (%)	40,0%	-57,2%	-61,0%	-96,5%	-100,0%	-91,2%	-65,2%	-50,7%
BFR/CA (%)	39,2%	38,2%	22,2%	17,7%	-16,6%	-9,3%	-1,1%	6,2%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROACE (%) après IS normé	-	-	-	-	-	-	-	-

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-5,8	-7,2	-8,1	-7,3	-15,8	-18,8	-20,3	-9,3
Variation BFR	-0,1	0,9	0,5	0,1	4,6	0,0	-1,7	-7,8
Investissements industriels	-0,6	-0,4	-0,2	-0,5	-5,1	-15,9	-34,3	-9,9
% du CA	5,9%	4,7%	1,4%	3,3%	39,1%	69,0%	82,5%	9,7%
Cash Flow Libre	-6,6	-6,7	-7,7	-7,7	-16,3	-34,8	-56,3	-27,0
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,4	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	5,3	18,7	7,1	189,5	0,4	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,4	-1,2	1,8	-1,6	-1,8	0,0	0,0	1,1
Variation dettes financières nettes	1,3	-11,5	-1,2	-180,2	17,7	34,7	56,3	25,9
Dettes financières nettes	2,5	-9,0	-10,1	-190,3	-172,6	-137,8	-81,5	-55,6



MCPHY

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-0,68	-0,76	-0,42	-0,33	-0,83	-0,76	-0,92	-0,55
var. n/n-1	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-	+ /++	- -/-	- -/-	- -/-
CFPA	-0,6	-0,6	-0,5	-0,3	-0,6	-0,7	-0,7	-0,3
ANPA	0,7	1,2	1,1	7,0	6,1	5,3	4,4	3,9
Dividende net (versé en n+1)	-	-	-	-	-	-	-	-
Payout (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	ns							

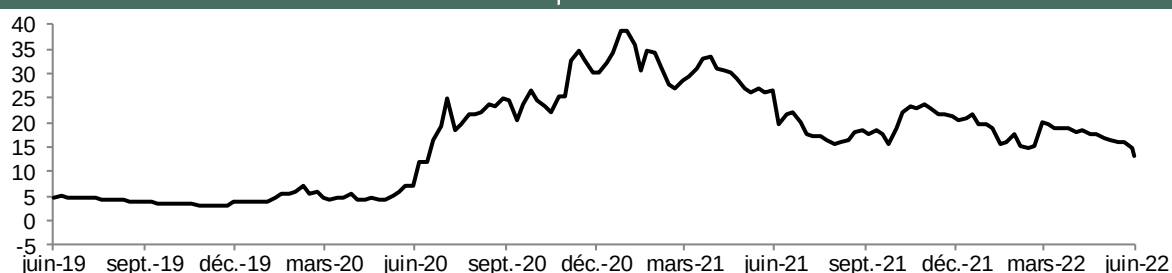
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
PCF (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
PAN (x)	8,4	4,4	3,8	2,2	4,0	2,4	2,9	3,3
VE/CA (x)	5,6	7,6	4,7	17,8	ns	9,7	6,7	3,0
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Free Cash Flow Yield (%)	-12,3%	-9,7%	-12,2%	-1,7%	-2,4%	-9,5%	-15,4%	-7,4%
Rendement (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Capitalisation (M€)	53,6	69,2	64,2	433,6	680,8	361,3	361,3	361,3
Valeur d'Entreprise (VE)	56,1	60,2	54,1	243,3	508,3	223,4	279,8	305,7
Cours de référence (€)	5,5	5,5	4,3	15,6	24,4	13,0	13,0	13,0
Nb de titres (Mio)	9,789	12,644	15,071	27,855	27,855	27,855	27,855	27,855
Nb de titres corrigé (Mio)	9,777	12,571	14,959	28,249	28,249	28,249	28,249	28,249
% de la dilution	0,0%	-0,5%	-0,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Date d'introduction	25/03/2014							
Cours d'introduction ajusté	8,5 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	24
CA T1	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-
CA S1	5,5	3,5	4,3	5,4	5,2	-
ROP S1	-3,0	-4,0	-4,1	-4,1	-8,4	-
RN pdg corrigé S1	-3,2	-4,1	-4,2	-4,3	-8,6	-
Marge opérationnelle S1	ns	ns	ns	ns	ns	-
Marge nette S1	ns	ns	ns	ns	ns	-
CA T3	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-
CA S2	4,6	4,5	7,1	8,3	-	-
ROP S2	-3,5	-5,4	-2,5	-4,9	-	-
RN pdg corrigé S2	-3,5	-5,4	-2,1	-5,0	-	-
Marge opérationnelle S2	ns	ns	-35,3%	ns	-	-
Marge nette S2	ns	ns	-29,5%	ns	-	-

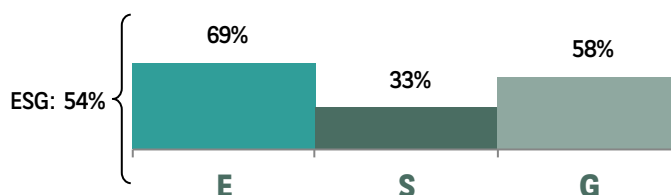
Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-
CA S1	+ /++	-36,4%	23,3%	24,0%	-2,8%	-
CA S2	-14,1%	-2,7%	58,9%	18,0%	-	-
ROP S1	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-	+ /++	-
ROP S2	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-	-	-

Historique de cours



MCPHY



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	16,8	17,7	ND	Réalisation d'un Bilan Carbone en 2022
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Oui	Oui	Oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	27%	25%	22%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	74	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Non	Non	Non	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	37%	55%	80%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	16%	16%	20%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	Attribution de stock-options, BSA et BSPCE à un nombre limité de salariés et dirigeants
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	8	
Taux d'absentéisme	3,0%	3,2%	4,0%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	22,7	0,0	2,9	
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	17/19	18/19	18/19	R 17 : Préparation de la succession des « dirigeants » non adoptée
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	8	8	10	
<i>dont indépendants</i>	4	4	3	
<i>dont femmes</i>	5	5	5	
Administrateur représentant les salariés au CA	non	non	Non	
Assiduité des membres du CA	86%	86%	98%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	21%	14%	14%	EDF Nouveaux Business Holding depuis mi-2018
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Non	Objectifs non qualifiés / non quantifiés
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	6,28	11,86	7,16	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	100%	100%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

MERSEN

Industrie



Cours : 30,75€ 14 Juin 2022

Objectif : 36,00€

RENFORCER (2)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0000039620 / MRN
Reuters / Bloomberg MRN.FR / MRN.FP
Indice CAC Small
Éligibilité PEA-PME Non

Capitalisation (M€) **641,0**
Flottant (%) 62,9%
Nbre de Titres (Mio) 20,844
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
BPI / CDC 15,6%
Investisseurs institutionnels 69,5%
Actionnaires individuels 12,5%
Salariés 1,2%

	21	22e	23e
PER	10,2	9,2	8,6
PCF	5,9	5,3	4,7
VE/CA	0,9	0,9	0,8
VE/ROP	9,4	8,5	7,7
PAN	1,1	1,0	0,9
Rendement	2,1%	3,3%	3,2%
Free Cash Flow Yield	2,5%	-4,3%	8,6%
ROACE	4,8%	6,1%	6,1%

	2021	2022	2023
CA	922,7	1 006,6	1 032,3
CA précédent	922,7	1 009,4	1 035,2
var. n/n-1	8,9%	9,1%	2,6%
EBE	146,0	169,6	179,3
ROC	92,5	102,1	108,6
% CA	10,0%	10,1%	10,5%
ROP	87,6	102,1	108,6
% CA	9,5%	10,1%	10,5%
RN Pdg publié	54,3	64,4	69,1
% CA	5,9%	6,4%	6,7%

	2021	2022	2023
BNPA	2,64	3,14	3,36
BNPA précédent	2,65	3,19	3,46
var. n/n-1	ns	18,5%	7,3%
BNPA Cor	3,06	3,33	3,56
ANPA	29,3	31,5	33,8
Dividende net	1,00	0,98	1,05
DFN	186,9	234,8	201,1

Yann de Peyrelongue, Analyste Financier
Nicolas Royot
+33 (0)1 40 17 50 39
yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com

Fortes ambitions 2025

Activité

L'expertise de Mersen, spécialiste des équipements en graphite et des composants électriques, repose sur son savoir-faire « Matériaux » (graphite et matériaux de haute technologie) au travers de solutions trouvant des applications dans l'industrie (environnements industriels contraignants, protection des équipements électriques). L'offre du groupe se répartit entre : 1/ Advanced Materials (55% CA) : hautes températures, systèmes anticorrosion ; transmission de courant – balais et porte-balais) et 2/ Electrical Power (45% CA) regroupant les deux activités liées au marché de l'électricité, à savoir les solutions pour la gestion de l'énergie (busbars, refroidisseurs, etc.) et la Protection Électrique (fusibles et portes fusibles industriels, parasurtenseurs). Le groupe réalise plus de 66% de son activité hors d'Europe, dont 30% en Asie (12% en Chine).

Marché / Concurrence

La présence de Mersen sur différents marchés permet au groupe d'atténuer son exposition à la cyclicité des activités. En 2021, le groupe réalise ainsi 32,5% de son CA dans les Industries de procédés, 20% dans l'Énergie, 23% dans l'Électronique, 13,5% dans les Transports et 11% dans la Chimie. Dans les énergies renouvelables, la croissance de l'éolien et du solaire (industrie fortement consommatrice en graphite) bénéficie au groupe dont l'offre est adaptée (blocs de graphite parmi les plus grands du marché). Au sein du pôle Advanced Materials, les principaux concurrents du groupe sont Toyo Tanso (Japon), SGL Carbon (Allemagne), Schunk (Allemagne) et Morgan Advanced Materials (US). Dans le pôle Electrical Power, la concurrence est principalement constituée par Eaton (US), Littelfuse (US), Rogers (US), Methode Electronics (US) et Lytron (US).

Stratégie / Perspectives

La stratégie du groupe est de tirer profit de son positionnement international et multisectoriel, menant à une accélération de la croissance. Dans le détail, le groupe compte tirer sa croissance par 1/ les marchés porteurs sur lesquels il est positionné (énergies renouvelables/électroniques/véhicules électriques) et 2/ son exposition en Asie. Le groupe va continuer l'amélioration de sa rentabilité grâce au développement de ses expertises à valeur ajoutée conjugué à son plan « Excellence Journey », qui met en œuvre une meilleure gestion opérationnelle à travers les ventes, la R&D, les ressources humaines et l'amélioration des systèmes d'information. Ce plan s'inscrit dans la continuité du plan de réorganisation « Transform », initié en 2014 et qui a mené à la fermeture de 6 sites sur 59. Pour 2022, le groupe anticipe des ventes en croissance de +3% à +6% org. ainsi qu'une marge opérationnelle courante aux alentours de 10%. À horizon 2025, Mersen anticipe un CA de c.1,2Md€, une MOC >=11%, un EBITDA >=17,5% et un ROCE >=12%. Nous comprenons que ces objectifs sont conservateurs et pourraient être dépassés, notamment sur les marges.

Valorisation

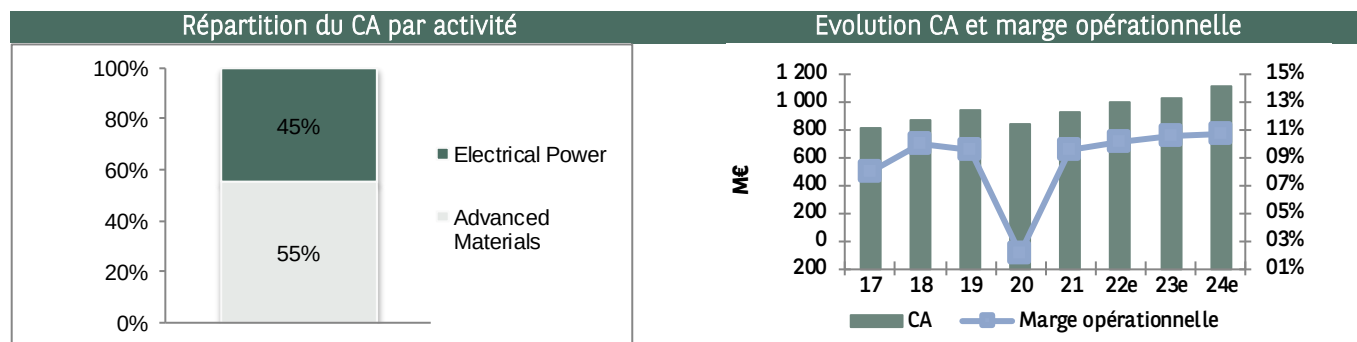
Nous valorisons Mersen via DCF (34€) et SOTP (32€) et intégrons une prime ESG (score 72%) de 10%. Notre objectif arrive à 36€.

MERSEN

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	809,2	878,5	950,3	847,1	922,7	1 006,6	1 032,3	1 112,5
var. n/n-1	6,0%	8,6%	8,2%	-10,9%	8,9%	9,1%	2,6%	7,8%
var. organique	8,0%	9,9%	4,1%	-11,5%	8,2%	4,5%	2,6%	7,8%
EBE	115,3	127,9	149,2	114,3	146,0	169,6	179,3	192,6
ROC	74,6	91,6	102,2	68,5	92,5	102,1	108,6	119,9
var. n/n-1	24,5%	22,8%	11,6%	-33,0%	35,0%	10,4%	6,4%	10,3%
ROP	64,3	87,8	91,0	17,1	87,6	102,1	108,6	119,9
RCAI	54,3	77,5	77,8	5,1	76,9	91,2	97,4	110,0
IS	-15,1	-18,3	-17,9	-14,0	-18,6	-22,8	-24,4	-27,5
RN Pdg publié	37,6	56,5	57,4	-12,1	54,3	64,4	69,1	78,5
RN Pdg corrigé	43,1	62,1	68,5	40,5	62,9	68,4	73,1	82,5
var. n/n-1	32,1%	44,1%	10,3%	-40,9%	55,4%	8,7%	6,8%	12,9%
Tmva CA 2019 / 2023e	2,1%							
Marge brute (%)	53,7%	53,6%	52,9%	52,4%	53,5%	55,7%	56,2%	56,1%
Marge opérationnelle (%)	7,9%	10,0%	9,6%	2,0%	9,5%	10,1%	10,5%	10,8%
Marge nette (%)	5,3%	7,1%	7,2%	4,8%	6,8%	6,8%	7,1%	7,4%
Taux IS (%)	27,8%	23,6%	23,0%	274,5%	24,2%	25,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	31,8%	30,6%	30,0%	32,8%	32,1%	31,1%	31,1%	31,1%
CA/effectif (K€)	127	129	140	132	132	-	-	-
var. n/n-1	5,8%	1,9%	8,2%	-5,7%	0,6%	-	-	-
Effectif moyen	6 384	6 804	6 804	6 434	6 968	-	-	-
var. n/n-1	0,1%	6,6%	0,0%	-5,4%	8,3%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	466,4	506,3	548,6	509,2	602,2	645,7	694,2	750,8
Dettes financières nettes	178,1	203,0	208,4	173,3	186,9	234,8	201,1	168,7
Autres	38,4	33,7	90,4	103,8	81,8	78,8	81,9	85,3
Capitaux investis	700,5	764,8	869,4	810,8	900,0	992,5	1 014,3	1 045,9
Immobilisations nettes	606,2	652,4	748,4	716,3	808,2	834,6	862,8	879,2
dont écarts d'acquisition	297,0	311,3	314,8	291,4	308,3	308,3	308,3	308,3
dont financières	43,0	40,2	45,0	41,3	43,4	43,4	43,4	43,4
BFR	137,3	152,6	166,0	135,8	135,2	201,3	195,0	210,1
Actif économique	700,5	764,8	869,4	810,8	900,0	992,5	1 014,3	1 045,9
Gearing (%)	36,8%	38,4%	36,5%	32,5%	29,6%	34,6%	27,5%	21,3%
BFR/CA (%)	17,0%	17,4%	17,5%	16,0%	14,7%	20,0%	18,9%	18,9%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,5	1,6	1,4	1,5	1,3	1,4	1,1	0,9
ROE (%)	8,1%	11,2%	10,5%	ns	9,0%	10,0%	9,9%	10,5%
ROACE (%) après IS normé	4,6%	5,6%	5,6%	3,6%	4,8%	6,1%	6,1%	6,5%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	78,9	113,2	120,4	87,8	109,2	119,0	132,9	144,4
Variation BFR	-14,5	-21,5	-9,8	31,4	-5,9	-66,1	6,3	-15,2
Investissements industriels	-34,9	-55,2	-65,3	-58,4	-87,2	-80,0	-85,0	-75,0
% du CA	4,3%	6,3%	6,9%	6,9%	9,5%	7,9%	8,2%	6,7%
Cash Flow Libre	29,5	36,5	45,3	60,8	16,1	-27,1	54,3	54,3
Cessions d'actifs	1,3	0,8	0,3	0,2	0,5	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-5,0	-35,2	-24,0	-18,8	-14,9	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-12,3	-15,8	-22,1	-0,1	-15,3	-20,9	-20,5	-21,9
Augmentation de capital	3,3	-6,3	1,4	-3,5	1,6	0,0	0,0	0,0
Autres	7,9	-4,9	-6,3	-3,5	-1,6	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-24,7	24,9	5,4	-35,1	13,6	47,9	-33,8	-32,3
Dettes financières nettes	178,1	203,0	208,4	173,3	186,9	234,8	201,1	168,7



MERSEN

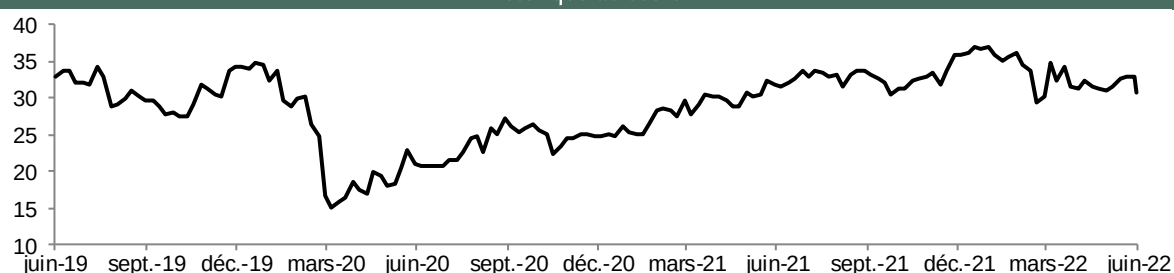
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1,83	2,75	2,80	-0,59	2,64	3,14	3,36	3,82
var. n/n-1	32,2%	44,1%	10,3%	-40,9%	55,4%	8,7%	6,8%	12,9%
CFPA	3,8	5,5	5,9	4,3	5,3	5,8	6,5	7,0
ANPA	22,7	24,7	26,7	24,8	29,3	31,5	33,8	36,6
Dividende net (versé en n+1)	0,75	0,95	0,00	0,65	1,00	0,98	1,05	1,19
Payout (%)	35,7%	31,4%	0,0%	32,8%	32,6%	29,5%	29,5%	29,5%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	1,6%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	2,5%							

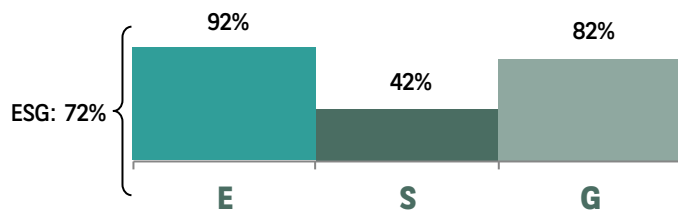
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	14,0	11,2	9,0	12,1	10,2	9,2	8,6	7,7
PCF (x)	7,6	6,1	5,1	5,6	5,9	5,3	4,7	4,4
PAN (x)	1,3	1,4	1,1	1,0	1,1	1,0	0,9	0,8
VE/CA (x)	0,9	1,0	0,9	0,8	0,9	0,9	0,8	0,7
VE/EBE (x)	6,5	6,9	5,4	5,7	5,6	5,1	4,7	4,2
VE/ROP (x)	11,7	10,1	8,9	ns	9,4	8,5	7,7	6,7
Free Cash Flow Yield (%)	4,9%	5,3%	7,3%	12,4%	2,5%	-4,3%	8,6%	8,6%
Rendement (%)	1,7%	2,2%	3,2%	0,0%	2,1%	3,3%	3,2%	3,4%
Capitalisation (M€)	602,4	700,7	625,8	497,3	650,8	641,5	641,5	641,5
Valeur d'Entreprise (VE)	755,1	885,3	811,2	653,8	823,4	866,0	836,3	807,9
Cours de référence (€)	29,3	33,8	30,1	23,8	31,2	30,8	30,8	30,8
Nb de titres (Mio)	20,554	20,703	20,813	20,861	20,861	20,861	20,861	20,861
Nb de titres corrigé (Mio)	20,805	21,162	21,314	21,129	21,129	21,129	21,129	21,129
% de la dilution	1,3%	3,3%	3,0%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Date d'introduction	25/03/1996							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	203,5	208,6	240,5	225,2	219,7	255,4
CA T2	208,6	221,7	243,2	204,8	231,1	
CA S1	412,1	430,3	483,7	430,0	450,8	
ROP S1	34,6	45,8	53,6	29,8	41,6	
RN pdg corrigé S1	19,1	31,9	39,4	21,5	28,2	
Marge opérationnelle S1	8,4%	10,6%	11,1%	6,9%	9,2%	
Marge nette S1	4,6%	7,4%	8,1%	5,0%	6,3%	
CA T3	198,0	222,9	234,4	208,1	232,7	
CA T4	199,1	225,3	232,2	209,0	239,2	
CA S2	397,1	448,2	466,6	417,1	471,9	
ROP S2	29,7	42,0	37,4	-12,7	46,0	
RN pdg corrigé S2	24,0	30,2	29,1	19,0	34,7	
Marge opérationnelle S2	7,5%	9,4%	8,0%	-3,0%	9,7%	
Marge nette S2	6,0%	6,7%	6,2%	4,6%	7,4%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	7,0%	2,5%	15,3%	-6,4%	-2,4%	16,2%
CA T2	5,7%	6,3%	9,7%	-15,8%	12,8%	
CA T3	5,2%	12,6%	5,2%	-11,2%	11,8%	
CA T4	6,0%	13,2%	3,1%	-10,0%	14,4%	
CA S1	6,4%	4,4%	12,4%	-11,1%	4,8%	
CA S2	5,6%	12,9%	4,1%	-10,6%	13,1%	
ROP S1	15,7%	32,4%	17,0%	-44,4%	39,6%	
ROP S2	+/-	41,4%	-11,0%	+/-	-/+	

Historique de cours





MERSEN

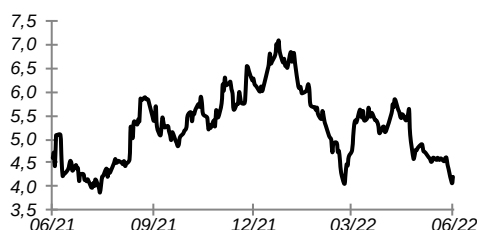
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	173,6	173,9	172,0	Souhaite réduire de 20% l'intensité de ses émissions de GES d'ici 2025
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	Pas d'obligation
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Oui	Oui	Oui	56% du CA lié directement au développement durable
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	Chapitre 4 de l'URD
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	40% des sites sont certifiés fin 2020 (vs 39% en 2019 et 34% en 2018)
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	35%	35%	38%	Objectif 2025 : 25% chez les dirigeants et >27% chez les ingénieurs et cadres
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	Publié sur le site internet pour les filiales concernées
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	oui	oui	oui	Comité diversité
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	Objectif 2025 : x2 (>200)
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	44%	44%	Publication du nombre moyen d'heures par salarié
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	314 339	254 252	325 102	
Taux d'absentéisme	3,3%	4,4%	4,0%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	1,4	1,5	1,6	1,6
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	Afep-Medef
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	8	8	8	
<i>dont indépendants</i>	5	5	5	
<i>dont femmes</i>	4	4	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	86%	97%	100%	moyenne des 8 membres du CA
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	Dans les missions du comité d'audit
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	Sujet évoqué en comité d'audit et des comptes
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	16%	16%	16%	BPI/CDC
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	32,96	23,86	28,82	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	85%	90%	93%	KPMG et Deloitte



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

METABOLIC EXPLORER

Clean Tech



Cours : 4,20€

14 Juin 2022

Objectif : 10,50€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0004177046 / METEX
Reuters / Bloomberg METEX.PA / METEX:FP
Indice CAC Small
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **184,1**
Flottant (%) 18,9%
Nbre de Titres (Mio) 43,830
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Fondateurs-management 4,2%
SPI (Bpifrance) 25,9%
Investisseurs institutionnels 18,9%
Public 51,0%

	21	22e	23e
PER	ns	13,9	15,9
PCF	ns	6,8	7,3
VE/CA	1,2	0,5	0,5
VE/ROP	2,8	8,3	9,0
PAN	1,4	1,1	1,0
Rendement	-	-	-
Free Cash Flow Yield	0,5%	6,0%	-8,7%
ROACE	ns	12,3%	9,9%

CA	171,6	355,8	356,8
CA précédent	170,8	355,0	356,1
var. n/n-1	8930,3%	107,4%	0,3%
EBE	-6,7	28,9	33,5
ROC	-14,3	21,5	21,9
% CA	-8,4%	6,0%	6,1%
ROP	74,5	21,5	21,9
% CA	43,4%	6,0%	6,1%
RN Pdg publié	84,1	13,2	11,6
% CA	49,0%	3,7%	3,3%

BNPA	1,92	0,30	0,26
BNPA précédent	1,62	0,40	0,39
var. n/n-1	ns	-84,3%	-12,1%
BNPA Cor	-0,11	0,30	0,26
ANPA	3,6	3,9	4,1
Dividende net	-	-	-

DFN	0,8	-12,1	-3,2

Gaétan Calabro, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 68
gaetan.calabro@bnpparibas.com

Changement de dimension !

Activité

Metabolic Explorer est une entreprise pionnière dans la biochimie industrielle, avec près de 20 ans d'expérience. La société est spécialisée dans le développement de procédés de production de composés biochimiques par fermentation industrielle afin de créer des alternatives aux procédés industriels pétrochimiques. METEX regroupe quatre pôles d'activité (deux usines à Amiens et Carling Saint-Avoid, une plateforme R&D à Clermont-Ferrand avec 400 brevets déposés et un site de ventes/marketing à Paris) et réalisent des livraisons dans c.60 pays (90% Europe ; 10% Moyen-Orient/Afrique).

Marché / Concurrence

Les marchés adressables visés par le nouvel ensemble (nutrition animale, cosmétiques et biopolymères) représentent 44% (soit c.16Mds€) du marché global des ingrédients fonctionnels et biopolymères fabriqués par fermentation. A titre d'exemple, le PDO s'adresse au marché des conservateurs en cosmétique (~400M\$ en 2021 et attendu autour de 690M\$ à horizon 2026, soit un CAGR de +11,4%) en se substituant aux conservateurs controversés tels que le parabène, ainsi qu'à celui des polymères biosourcés, notamment le PTT. Ce marché se développe par substitution des polymères existants et devrait atteindre à maturité 1,5Md€ avec une concurrence limitée (seul Dupont De Nemours a développé un bioprocédé à base de maïs et fabrique principalement pour l'industrie de la moquette). Concernant la Lysine (c.50% CA global), la concurrence principalement chinoise produit surtout à partir de maïs (vs. sucres chez METEX, soit une meilleure compétitivité-prix compte tenu de la flambée actuelle du prix des céréales suite au conflit ukrainien).

Stratégie / Perspectives

2021 aura été une année charnière avec 1/ l'acquisition de AANE (renommée depuis NØØVISTAGO), premier producteur européen d'acides aminés à destination de la nutrition animale, et 2/ l'inauguration de NØØVISTA (Carling) fin septembre. Le site amiénois dispose d'une capacité de production de 100kt (8 acides aminés) et soutiendra l'industrialisation d'une nouvelle technologie par an avec un niveau limité de CAPEX. Le plan de développement ambitionné est évalué à 70M€ au cours des quatre prochaines années avec : 1/ une nouvelle unité de production d'Acide Glycolique, 2/ une unité phase II de production de PDO et d'Acide Butyrique et 3/ des augmentations de capacité de production pour les acides aminés de spécialité tels que la Valine, le Tryptophane, la Leucine, l'Isoleucine et l'Arginine. En termes de news flow, l'annonce prochaine d'un partenariat stratégique pour sécuriser les ventes de l'Acide Glycolique nous semble hautement probable. A horizon 2026, le management ambitionne un EBITDA >14% grâce au ramp-up de ses propres ingrédients fonctionnels qui amélioreront le mix-produit (nouveaux marchés adressables mieux margés et aux perspectives de croissance plus fortes).

Valorisation

Objectif à 10€/action par SOP agréant l'exploitation de l'outil de production NØØVISTA (Carling Saint-Avoid), l'activité de sous-licence potentielle et NØØVISTAGO (Amiens) et auquel nous appliquons une prime ESG de +5%.

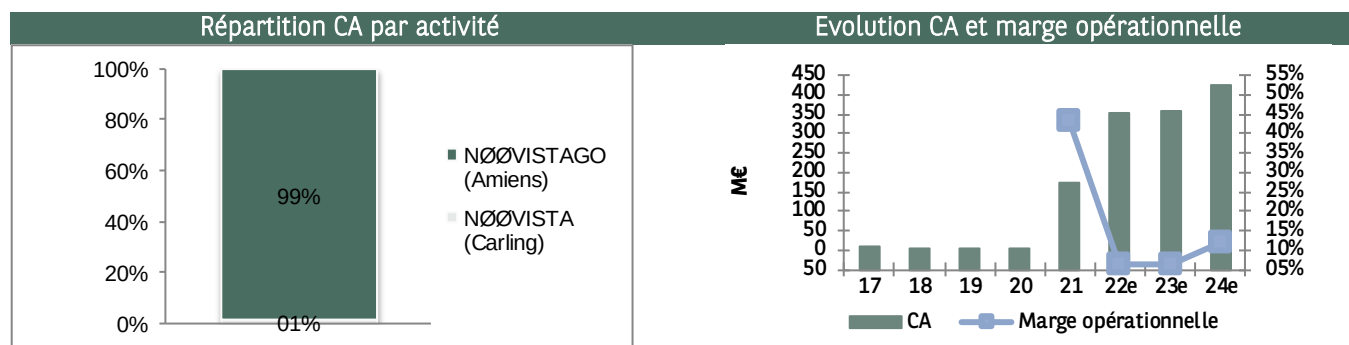
La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 14/06/2022 - 11:57 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

METABOLIC EXPLORER

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	7,0	5,6	2,3	1,9	171,6	355,8	356,8	424,5
var. n/n-1	-84,1%	-20,5%	-58,2%	-18,6%	+ / ++	+ / ++	0,3%	19,0%
var. organique	-84,1%	-20,5%	-58,2%	-18,6%	0,0%	42,0%	0,3%	19,1%
EBE	-2,9	-4,6	-8,1	-8,6	-6,7	28,9	33,5	69,9
ROC	-12,5	-6,2	-9,9	-10,6	-14,3	21,5	21,9	50,5
var. n/n-1	+/-	- / -	- / -	- / -	- / -	- / +	1,6%	+ / ++
ROP	-21,0	-6,6	-10,2	-9,7	74,5	21,5	21,9	50,5
RCAI	-21,2	-6,8	-10,3	-9,7	73,5	16,8	15,5	39,7
IS	0,0	-1,0	0,1	0,0	8,5	-4,2	-3,9	-9,9
RN Pdg publié	-21,1	-7,8	-10,1	-8,9	84,1	13,2	11,6	29,8
RN Pdg corrigé	-12,7	-7,4	-9,8	-9,9	-4,8	13,2	11,6	29,8
var. n/n-1	+/-	- / -	- / -	- / -	- / -	- / +	-12,1%	+ / ++
Tmva CA 2019 / 2023e	251,6%							
Marge brute (%)	-	-	-	9,9%	10,4%	23,4%	24,9%	29,8%
Marge opérationnelle (%)	ns	ns	ns	ns	43,4%	6,0%	6,1%	11,9%
Marge nette (%)	ns	ns	ns	ns	-2,8%	3,7%	3,3%	7,0%
Taux IS (%)	0,2%	-14,7%	1,0%	-0,3%	-11,6%	25,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	-32,1%	-42,5%	-105,3%	-145,9%	-6,8%	-8,0%	-8,1%	-6,9%
CA/effectif (K€)	106	86	35	23	370	-	-	-
var. n/n-1	-83,4%	-19,3%	-59,5%	-33,5%	+ / ++	-	-	-
Effectif moyen	66	65	67	82	464	-	-	-
var. n/n-1	-4,3%	-1,5%	3,1%	22,4%	+ / ++	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	45,4	39,4	31,4	29,6	156,9	170,1	181,7	211,5
Dettes financières nettes	-25,2	-28,5	-18,9	-3,3	0,8	-12,1	-3,2	-22,6
Autres	0,9	2,0	1,9	2,0	-1,0	-0,3	-0,3	-0,3
Capitaux investis	21,1	18,7	27,1	46,9	154,6	155,6	176,1	186,5
Immobilisations nettes	20,7	20,7	31,8	52,4	98,4	106,4	128,8	116,1
dont écarts d'acquisition	15,0	15,0	14,5	15,4	15,4	15,4	15,4	15,4
dont financières	0,0	0,0	0,0	0,1	0,4	-8,4	-17,3	-27,9
BFR	0,4	-2,0	-4,7	-5,6	56,2	49,2	47,3	70,4
Actif économique	21,1	18,7	27,1	46,9	154,6	155,6	176,1	186,5
Gearing (%)	-55,5%	-63,0%	-42,9%	-6,9%	0,5%	-7,2%	-1,8%	-10,8%
BFR/CA (%)	5,9%	-35,5%	-199,6%	-292,3%	32,8%	13,8%	13,3%	16,6%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	ns	ns	ns	53,6%	7,8%	6,4%	14,1%
ROACE (%) après IS normé	ns	ns	ns	ns	ns	12,3%	9,9%	20,9%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-2,0	-3,3	-6,8	-10,6	4,3	27,1	25,1	26,1
Variation BFR	-0,9	-0,4	-0,7	-2,0	13,4	7,0	1,8	-23,1
Investissements industriels	-1,0	-1,2	-8,7	-18,3	-16,6	-23,0	-43,0	-17,2
% du CA	13,8%	20,7%	373,9%	964,3%	9,7%	6,5%	12,0%	4,1%
Cash Flow Libre	-3,8	-4,9	-16,2	-30,9	1,0	11,1	-16,0	-14,2
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	6,0	7,0	6,7	-41,2	8,8	8,9	10,6
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	7,3	56,6	0,0	0,0	0,0
Autres	-13,6	4,4	-18,8	-32,5	12,3	32,9	-16,1	15,8
Variation dettes financières nettes	9,8	-3,3	9,6	15,5	4,1	-12,9	9,0	-19,5
Dettes financières nettes	-25,2	-28,5	-18,9	-3,3	0,8	-12,1	-3,2	-22,6



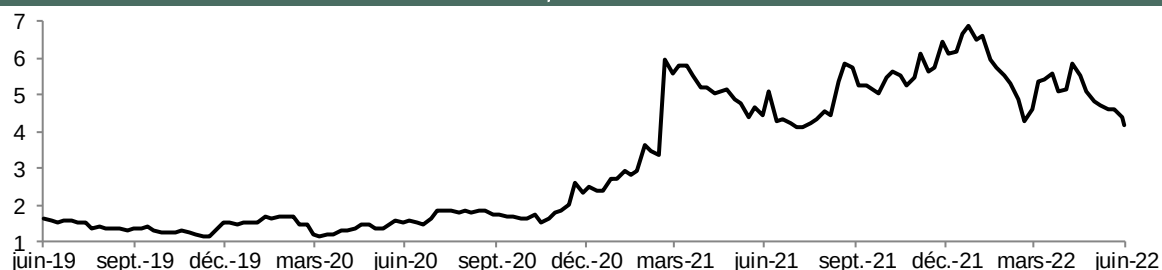
METABOLIC EXPLORER

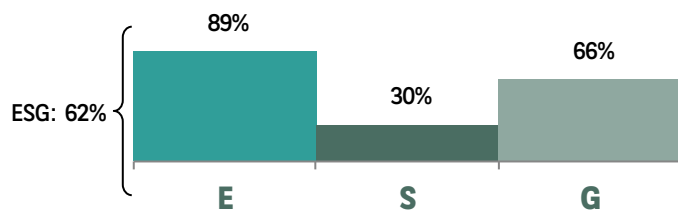
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-0,91	-0,33	-0,43	-0,38	1,92	0,30	0,26	0,68
var. n/n-1	+/-	- /-	- /-	- /-	- /-	- /+	-12,1%	+ /++
CFPA	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	0,1	0,6	0,6	0,6
ANPA	2,0	1,7	1,3	1,3	3,6	3,9	4,1	4,8
Dividende net (versé en n+1)	-	-	-	-	-	-	-	-
Payout (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	ns							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	ns	ns	ns	13,9	15,9	6,2
PCF (x)	ns	ns	ns	ns	ns	6,8	7,3	7,0
PAN (x)	1,2	1,2	1,1	1,3	1,4	1,1	1,0	0,9
VE/CA (x)	4,1	4,3	11,9	28,4	1,2	0,5	0,5	0,4
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	6,2	5,8	2,7
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	ns	2,8	8,3	9,0	3,7
Free Cash Flow Yield (%)	-7,1%	-10,4%	-47,8%	-79,7%	0,5%	6,0%	-8,7%	-7,7%
Rendement (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Capitalisation (M€)	53,8	46,8	33,9	38,8	212,6	184,1	184,1	184,1
Valeur d'Entreprise (VE)	28,6	24,1	27,8	54,0	210,8	178,3	196,1	187,2
Cours de référence (€)	2,3	2,0	1,5	1,7	4,8	4,2	4,2	4,2
Nb de titres (Mio)	23,260	23,360	23,360	23,360	43,828	43,828	43,828	43,828
Nb de titres corrigé (Mio)	22,957	23,157	23,157	23,157	43,625	43,625	43,625	43,625
% de la dilution	-0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	05/04/2007							
Cours d'introduction ajusté	8,5 €							

Données intermédiaires	18	19	21	22	24
CA T1	-	-	0,0	67,0	-
CA T2	-	-	36,6		-
CA S1	-	-	37,1		-
ROP S1	-	-	76,9		-
RN pdg corrigé S1	-	-	-8,0		-
Marge opérationnelle S1	-	-	ns		-
Marge nette S1	-	-	-21,6%		-
CA T3	-	-	60,7		-
CA T4	-	-	72,4		-
CA S2	-	-	134,4		-
ROP S2	-	-	-2,4		-
RN pdg corrigé S2	-	-	0,0		-
Marge opérationnelle S2	-	-	-1,8%		-
Marge nette S2	-	-	0,0%		-
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>					
CA T1	-	-	- /+	+ /++	-
CA T2	-	-	- /+		-
CA T3	-	-	- /+		-
CA T4	-	-	- /+		-
CA S1	-	-	- /+		-
CA S2	-	-	- /+		-
ROP S1	-	-	- /+		-
ROP S2	-	-	- /-		-

Historique de cours





METABOLIC EXPLORER

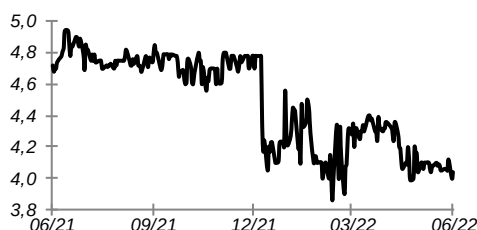
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	1,1	6,6	ND	50k€ de CA consolidé en 2020 et 331 tonnes équivalent pétrole.
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Oui	Oui	Oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Non	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	55%	44%	34%	
Index égalité salariale femmes / hommes	94	97	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	1,4%	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	39%	63%	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	2,9%	6,3%	8,4%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	2,9%	6,3%	5,0%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	10,6	Uniquement NØØVISTAGO.
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	6	6	6	
<i>dont indépendants</i>	4	4	4	
<i>dont femmes</i>	2	2	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	87%	97%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	9,5%	9,5%	26%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	12,3	12,4	15,1	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	Oui	ISO 9001.
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	96%	87%	58%	Une partie des honoraires liées à l'augmentation de capital réalisée en 2021.



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

METHANOR

Energie



Cours : 4,04€

14 Juin 2022

Objectif : 5,55€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0011217710 / ALMET
Reuters / Bloomberg ALMET.PA / ALMET:EN
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **8,1**
Flottant (%) 0,3%
Nbre de Titres (Mio) 2,000
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Vatel Capital 2,3%
Flottant 97,4%
Autocontrôle 0,3%

	21	22e	23e
RN Pdg publié	-0,9	0,3	0,3
PER	ns	28,8	29,5
PAN	0,9	0,7	0,7
Rendement	1,8%	0,0%	2,8%

	21	22e	23e
BNPA	-0,43	0,14	0,14
var. n/n-1	ns	ns	-2,3%
BNPA Cor	-0,43	0,14	0,14
ANPA	5,5	5,7	5,7
Dividende net	0,00	0,11	0,11

	21	22e	23e
Gearing	-23,1%	-25,0%	-25,3%
DFN	-2,6	-2,8	-2,9

Un support tourné "vert" le rendement

Activité

Fondée et dirigée en commandite par actions par trois gérants de Vatel Capital expérimentés dans le financement d'énergies renouvelables, Méthanor investit en tant que minoritaire, auprès d'un industriel ou d'un agricole, dans des projets d'énergies renouvelables. Méthanor n'est pas à l'origine du projet mais réalise des études (faisabilité, budgétaire, techniques) en amont d'un investissement long terme (dix à vingt ans) sur les phases de construction et d'exploitation des unités. La société est toujours minoritaire dans les projets (<40% des droits de vote). Elle investit ainsi à côté de partenaires financiers et/ou industriels. L'investissement peut se faire à travers le financement par capital, par obligations convertibles (pour les SAS) ou par compte-courants d'associés (pour les SARL).

Marché / Concurrence

Les lenteurs réglementaires et de financement bancaire ont freiné la montée en puissance de la méthanisation de déchets agricoles. La France est ainsi en retard par rapport à ses voisins européens, notamment allemands. Cette filière offre pourtant un potentiel de valorisations multiples (chaleur, électricité, gaz renouvelable, carburant). À ce stade, Méthanor détient des participations dans deux unités de méthanisation agricole en exploitation. Devant ces freins, Méthanor a élargi ses investissements en 2015, en diversifiant la nature de ses projets aux autres énergies renouvelables (biomasse, solaire, hydroélectricité, éolien...).

Stratégie / Perspectives

En investissant dans des projets plus rapides à construire ou déjà opérationnels, la société a étayé son portefeuille en investissant dans le solaire, la biomasse et l'hydroélectricité. Moins risqués, ces derniers sont logiquement moins rentables (TRI ≈6/8% vs >12% dans la méthanisation agricole selon nous). Méthanor présente un profil atypique, ne reconnaissant pas de chiffre d'affaires ni de résultat opérationnel mais des produits financiers issus de ses investissements, minoritaires, dans des projets liés aux énergies renouvelables. Toujours rentable depuis sa création, Méthanor s'appuie sur la multiplication des unités en exploitation et leurs montées en puissance pour présenter une forte croissance de son résultat net. Celui-ci est ensuite généreusement (80% de pay-out cible) redistribué aux actionnaires sous forme de dividendes. À noter que Méthanor a le statut de Société de Capital Risque (SCR) qui octroie certains avantages fiscaux à la société et à ses actionnaires : 1/ exonération d'IS pour Méthanor ; 2/ exonération d'IRPP pour les actionnaires qui se sont engagés à conserver leurs titres pendant cinq ans. En 2021, Méthanor a investi 200k€ en obligations (4 ans, 6,6%) dans la société réunionnaise Corexsolar International qui conçoit, construit et exploite des centrales photovoltaïques et 2M€ dans l'obligation simple in fine (2 ans, taux 5,5%) émise par Transition Evergreen. La cession de la participation dans la centrale biomasse de Novillars a rapporté environ 2,8M€. Début 2022, un investissement de 2,5M€ a été réalisé en Obligations Convertibles en Actions sur 5 ans dans la société Evergaz, spécialiste du biogaz (9 centrales en France, 13 en Allemagne et 2 en Belgique pour une capacité installée de 45,8 MWe).

Valorisation

Le cours est aujourd'hui sous l'actif net.

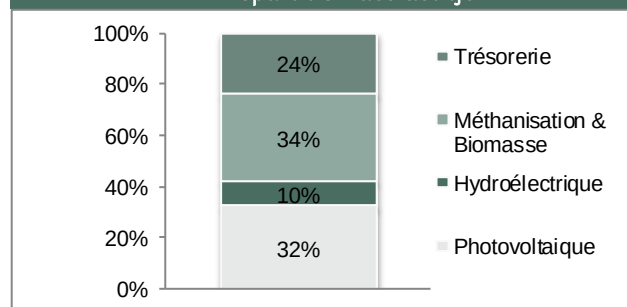
Nicolas Royot, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
nicolas.royot@bnpparibas.com

METHANOR

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
RN Pdg publié	0,2	0,4	0,5	0,2	-0,9	0,3	0,3	0,2
RN Pdg corrigé	0,2	0,4	0,5	0,2	-0,9	0,3	0,3	0,2
Marge nette (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	10,4	10,6	10,7	12,1	11,1	11,3	11,4	11,6
Dettes financières nettes	-1,7	-1,8	-1,5	-1,4	-2,6	-2,8	-2,9	-3,1
Autres	-	-	-	-	-	-	-	-
Capitaux investis	8,6	8,8	9,2	10,6	8,5	8,5	8,5	8,5
Immobilisations nettes	8,6	8,9	9,3	10,7	8,5	8,5	8,5	8,5
dont écarts d'acquisition	-	-	-	-	-	-	-	-
dont financières	8,6	8,9	9,3	10,7	8,5	8,5	8,5	8,5
BFR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actif économique	8,6	8,8	9,2	10,6	8,5	8,5	8,5	8,5
Gearing (%)	-16,8%	-16,7%	-13,7%	-11,7%	-23,1%	-25,0%	-25,3%	-26,9%
ROE (%)	2,2%	3,9%	4,3%	1,8%	ns	2,5%	2,4%	2,0%
ROACE (%) après IS normé	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns

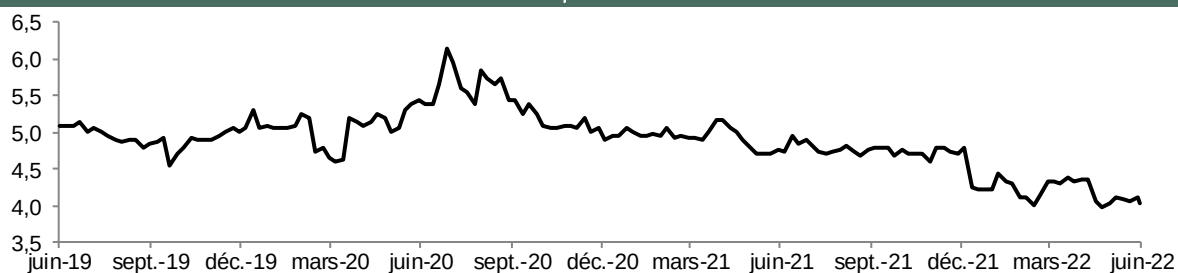
Répartition des actifs

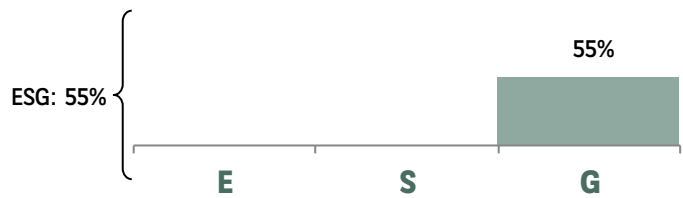


METHANOR

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,14	0,25	0,27	0,11	-0,43	0,14	0,14	0,12
var. n/n-1	+/++	82,1%	9,9%	-60,3%	+/-	-/+	-2,3%	-13,9%
CFPA	0,0	0,4	0,2	0,1	-0,5	0,1	0,1	0,1
ANPA	6,2	6,3	6,4	6,1	5,5	5,7	5,7	5,8
Dividende net (versé en n+1)	0,11	0,21	0,21	0,09	0,00	0,11	0,11	0,09
Payout (%)	81,2%	85,2%	77,5%	80,0%	0,0%	80,0%	80,0%	80,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	-15,7%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	-12,7%							
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	40,6	19,9	18,1	48,5	ns	28,8	29,5	34,2
PCF (x)	ns	12,2	20,8	ns	ns	28,8	29,5	ns
PAN (x)	0,9	0,8	0,8	0,9	0,9	0,7	0,7	0,7
Rendement (%)	1,1%	2,2%	4,3%	4,0%	1,8%	0,0%	2,8%	2,7%
Capitalisation (M€)	9,2	8,2	8,3	10,3	9,6	8,1	8,1	8,1
Valeur d'Entreprise (VE)	-1,2	-2,4	-2,4	-1,8	-1,5	-3,3	-3,3	-3,6
Cours de référence (€)	5,5	4,9	4,9	5,2	4,8	4,0	4,0	4,0
Nb de titres (Mio)	1,675	1,683	1,683	1,982	2,000	2,000	2,000	2,000
Nb de titres corrigé (Mio)	-	1,683	1,683	1,982	1,993	2,000	2,000	2,000
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	12/07/2012							
Cours d'introduction ajusté	9,0 €							

Historique de cours





METHANOR

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	NA	NA	NA	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Oui	Oui	Oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	NA	NA	NA	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	NA	NA	NA	
Certification 14001	NA	NA	NA	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	NA	NA	NA	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	NA	NA	NA	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	NA	NA	NA	
Encouragement de l'actionnariat salarié	NA	NA	NA	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	NA	NA	NA	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	Conseil de surveillance
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	7	7	
<i>dont indépendants</i>	6	6	6	
<i>dont femmes</i>	0	0	0	
Administrateur représentant les salariés au CA	NA	NA	NA	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	NA	NA	NA	
Comité des risques	NA	NA	NA	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	NA	NA	NA	
Comité RSE	NA	NA	NA	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	2,0%	2,0%	2,0%	Vatel
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	NA	NA	NA	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	NA	NA	NA	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	NA	NA	NA	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

MGI DIGITAL

Technologie



Cours : 32,65€ 14 Juin 2022

Objectif : 54,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Eligibilité PEA-PME

Euronext Growth
FR0010353888 / ALMDG
ALMDG.PA / ALMDG:FP
Euronext GROWTH
Oui

Capitalisation (M€) **203,9**
Flottant (%) 50,8%
Nbre de Titres (Mio) 6,246
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Konica Minolta 42,0%
Management 6,0%
Public 50,8%
Auto détention 1,2%

	21	22e	23e
PER	41,8	26,0	11,4
PCF	ns	16,9	9,1
VE/CA	6,4	3,9	2,4
VE/ROP	ns	17,9	8,5
PAN	2,4	1,7	1,5
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-1,7%	-0,9%	-6,5%
ROACE	6,0%	8,1%	15,2%

	38,8	46,5	81,0
CA	38,8	46,5	81,0
CA précédent	36,4	71,0	81,1
var. n/n-1	10,4%	19,7%	74,4%
EBE	12,0	15,0	28,2
ROC	8,0	10,3	23,3
% CA	20,7%	22,3%	28,8%
ROP	7,7	10,3	23,2
% CA	19,7%	22,1%	28,7%
RN Pdg publié	5,5	7,0	16,8
% CA	14,1%	15,2%	20,8%

	0,90	1,15	2,76
BNPA	0,90	1,15	2,76
BNPA précédent	0,55	2,63	2,98
var. n/n-1	0,5%	28,6%	138,7%
BNPA Cor	1,04	1,26	2,85
ANPA	18,4	19,6	22,4
Dividende net	0,00	0,00	0,00

	-22,3	-20,5	-7,7
DFN	-22,3	-20,5	-7,7

Yann de Peyrelongue, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 39

yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com

Retour de la croissance

Activité

Créé en 1982, MGI Digital conçoit, fabrique et commercialise des presses d'impression et d'ennoblissement numériques. Leader mondial du marché de l'ennoblissement numérique, la société distribue ses presses à des professionnels de l'impression commerciale, de l'édition, de l'étiquette adhésive, du cartonnage et du packaging. Le groupe réalise c.93% de son chiffre d'affaires à l'international via les réseaux de distribution du géant japonais Konica Minolta (également actionnaire).

Marché / Concurrence

Le marché des presses d'impression est assez concentré, avec des géants comme HP, Xerox, Ricoh ou Konica Minolta et des acteurs plus petits comme Koenig & Bauer, Komori ou Heidelberger Druckmaschinen. En 2018, les marchés du packaging et des étiquettes étaient estimés à 1Md€ et 500M€. Ils sont attendus en croissance moyenne de 24,5% et 6,3% d'ici à 2022.

Stratégie / Perspectives

MGI s'appuie sur ses innovations technologiques pour conjuguer une croissance forte et une marge opérationnelle solide (25 à 30%). Le numéro 3 mondial, Konica Minolta (CA 2021 7Md€ vs 38M€ pour MGI) est rentré par trois fois au capital (2014, 2016 et 2020), pour atteindre les 42,3%. Cette alliance présente deux atouts opérationnels grâce à 1/ un accès au réseau et aux vendeurs de la multinationale (150 pays) et 2/ aux synergies de coûts sur les salons. Le groupe compte continuer à investir dans le développement de machines innovantes (type Alphalet) et se concentre sur son insertion dans les réseaux de distribution de Konica. Les ventes en provenance de ce réseau représentent >90% du CA. Pour 2022, le management anticipe un retour marqué de la croissance, avec un CA >+20%.

Valorisation

Le bilan cash net du groupe lui permettra de rebondir fortement sans difficulté. Cerise sur le gâteau, son actionnaire de référence pourrait lancer une OPA qui offrirait une prime conséquente. Notre objectif de cours est en référence à la dernière transaction de bloc entre le management et Konica Minolta.

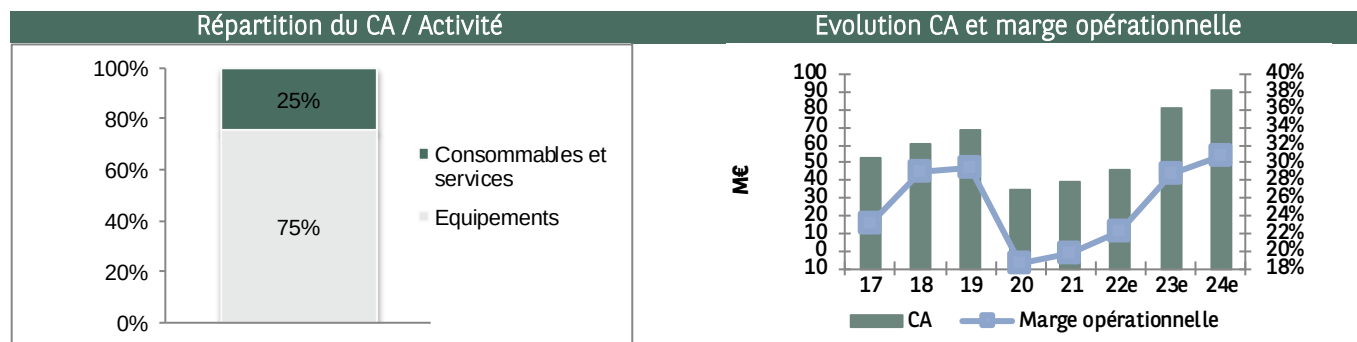
Nous appliquons une décote de 10% en application du score ESG (21%).

MGI DIGITAL

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	53,3	61,0	68,2	35,2	38,8	46,5	81,0	91,5
var. n/n-1	18,5%	14,5%	11,8%	-48,4%	10,4%	19,7%	74,4%	13,0%
var. organique	18,5%	14,5%	11,8%	-48,4%	10,4%	19,7%	74,4%	13,0%
EBE	15,7	20,4	23,7	8,6	12,0	15,0	28,2	33,4
ROC	12,3	17,8	20,2	6,6	8,0	10,3	23,3	28,3
var. n/n-1	32,8%	44,5%	13,3%	-67,3%	21,8%	28,8%	+ / ++	21,5%
ROP	12,3	17,7	20,1	6,5	7,7	10,3	23,2	28,2
RCAI	11,9	17,8	20,2	6,5	7,5	10,1	23,1	28,1
IS	-3,5	-5,4	-5,9	-1,0	-1,6	-2,6	-5,8	-7,1
RN Pdg publié	8,6	12,5	14,4	5,4	5,5	7,0	16,8	20,6
RN Pdg corrigé	8,6	12,5	14,3	5,6	6,4	7,7	17,4	21,2
var. n/n-1	24,1%	44,8%	15,1%	-61,0%	14,0%	20,5%	+ / ++	21,6%
Tmva CA 2019 / 2023e	4,4%							
Marge brute (%)	65,4%	64,5%	63,8%	70,8%	70,8%	70,8%	70,5%	70,5%
Marge opérationnelle (%)	23,1%	29,1%	29,5%	18,6%	19,7%	22,1%	28,7%	30,8%
Marge nette (%)	16,1%	20,4%	21,0%	15,9%	16,4%	16,5%	21,5%	23,1%
Taux IS (%)	29,2%	30,3%	29,3%	15,5%	20,8%	25,5%	25,2%	25,1%
Frais de personnel / CA (%)	22,4%	21,0%	19,1%	34,5%	30,5%	26,7%	22,0%	20,0%
CA/effectif (K€)	266	285	328	168	198	-	-	-
var. n/n-1	3,1%	7,0%	15,0%	-48,7%	17,7%	-	-	-
Effectif moyen	200	214	208	209	196	-	-	-
var. n/n-1	14,9%	7,0%	-2,8%	0,5%	-6,2%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	77,2	88,9	103,1	107,0	112,5	119,6	136,4	157,0
Dettes financières nettes	-1,3	-8,5	-24,0	-21,9	-22,3	-20,5	-7,7	-16,8
Autres	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Capitaux investis	76,3	80,8	79,6	85,7	90,8	99,7	129,3	140,8
Immobilisations nettes	41,7	47,1	53,3	58,3	61,5	64,2	67,6	71,0
dont écarts d'acquisition	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
dont financières	0,8	0,9	2,4	2,5	2,7	2,7	2,7	2,7
BFR	34,6	33,7	26,4	27,5	29,3	35,4	61,8	69,8
Actif économique	76,3	80,8	79,6	85,7	90,8	99,7	129,3	140,8
Gearing (%)	-1,7%	-9,6%	-23,3%	-20,5%	-19,8%	-17,2%	-5,6%	-10,7%
BFR/CA (%)	64,9%	55,2%	38,6%	78,2%	75,4%	76,3%	76,3%	76,3%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	11,1%	14,1%	13,9%	5,1%	4,9%	5,9%	12,3%	13,1%
ROACE (%) après IS normé	11,1%	15,1%	16,7%	5,2%	6,0%	8,1%	15,2%	15,7%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	11,6	11,7	17,6	10,0	3,4	11,8	21,8	25,8
Variation BFR	-2,3	2,9	5,0	-4,4	-0,9	-6,2	-26,4	-8,0
Investissements industriels	-8,5	-7,3	-7,1	-7,0	-7,1	-7,4	-8,3	-8,6
% du CA	15,9%	12,0%	10,5%	19,8%	18,4%	16,0%	10,2%	9,4%
Cash Flow Libre	0,8	7,3	15,4	-1,4	-4,6	-1,8	-12,8	9,1
Cessions d'actifs	1,9	3,3	0,0	0,4	5,6	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,1	-0,1	-1,7	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,4	-3,3	1,7	-1,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-2,2	-7,2	-15,5	2,1	-0,4	1,8	12,8	-9,1
Dettes financières nettes	-1,3	-8,5	-24,0	-21,9	-22,3	-20,5	-7,7	-16,8



MGI DIGITAL

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1,40	2,03	2,34	0,89	0,90	1,15	2,76	3,37
var. n/n-1	24,0%	44,9%	15,2%	-60,8%	13,8%	20,5%	+ / ++	21,6%
CFPA	1,9	1,9	2,9	1,6	0,6	1,9	3,6	4,2
ANPA	12,5	14,5	16,8	17,6	18,4	19,6	22,4	25,7
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	5,1%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	5,7%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	33,6	27,5	20,0	47,8	41,8	26,0	11,4	9,4
PCF (x)	24,9	29,1	16,3	26,8	ns	16,9	9,1	7,7
PAN (x)	3,7	3,8	2,8	2,5	2,4	1,7	1,5	1,3
VE/CA (x)	5,4	5,5	3,9	7,1	6,4	3,9	2,4	2,0
VE/EBE (x)	18,3	16,5	11,2	28,9	20,8	12,2	7,0	5,6
VE/ROP (x)	23,4	19,0	13,2	ns	ns	17,9	8,5	6,6
Free Cash Flow Yield (%)	0,3%	2,1%	5,4%	-0,5%	-1,7%	-0,9%	-6,5%	4,6%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	289,1	344,8	289,6	271,3	272,0	203,9	203,9	203,9
Valeur d'Entreprise (VE)	287,7	336,2	265,6	249,4	249,6	183,4	196,3	187,1
Cours de référence (€)	47,0	55,6	46,7	43,8	43,5	32,7	32,7	32,7
Nb de titres (Mio)	6,155	6,195	6,195	6,195	6,246	6,246	6,246	6,246
Nb de titres corrigé (Mio)	6,150	6,145	6,139	6,094	6,102	6,102	6,102	6,102
% de la dilution	0,0%	-0,4%	-0,5%	-0,8%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%
Date d'introduction	12/07/2006							
Cours d'introduction ajusté	5,3 €							

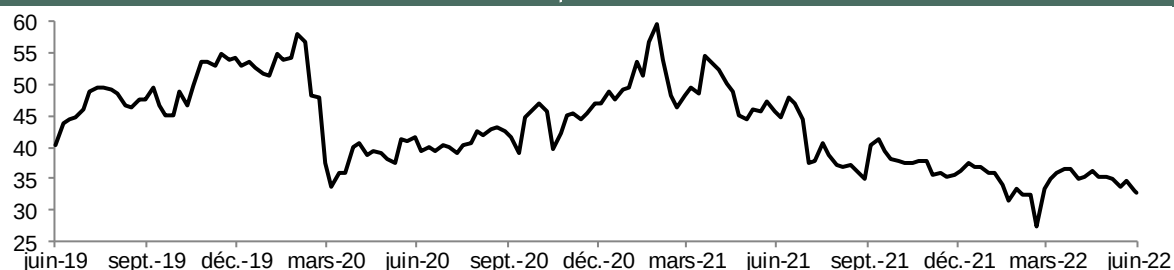
Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA S1	26,5	29,5	32,5	17,4	16,6
ROP S1	6,7	8,4	9,6	3,1	3,4
RN pdg corrigé S1	5,1	6,0	7,2	2,5	2,1
Marge opérationnelle S1	25,4%	28,4%	29,5%	17,7%	20,6%
Marge nette S1	19,2%	20,4%	22,1%	14,2%	12,8%

CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S2	26,8	31,5	35,7	17,8	22,2
ROP S2	5,6	9,4	10,5	3,5	4,3
RN pdg corrigé S2	3,5	6,4	7,1	3,1	4,3
Marge opérationnelle S2	20,8%	29,7%	29,4%	19,5%	19,1%
Marge nette S2	13,1%	20,5%	20,0%	17,5%	19,2%

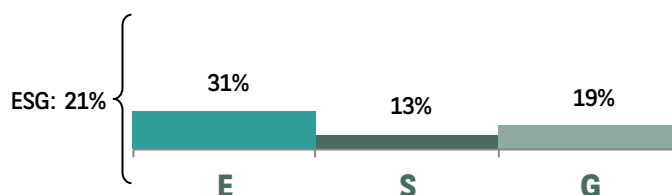
Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S1	14,2%	11,5%	10,1%	-46,5%	-4,6%
CA S2	23,1%	17,5%	13,4%	-50,2%	25,1%
ROP S1	17,7%	24,4%	14,6%	-67,9%	11,3%
ROP S2	45,3%	68,4%	12,2%	-67,1%	23,1%

Historique de cours



MGI DIGITAL



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	non	non	non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	non	non	non	Recyclabilité des packagings imprimés avec ses solutions (désencrable...)
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	non	non	non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	non	non	non	
Certification 14001	ND	ND	ND	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	16%	50% dans les effectifs cadres
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	84	87	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	non	non	non	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	non	non	non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	non	non	non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	non	non	non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	4,0%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	4 accidents du travail en 2021, objectif 0 pour 2022
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	non	non	non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	non	non	non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	7	7	3 frères Arbergel (fondateurs), 3 représentants de Konica Minolta (42% du capital) et Tony Charlet (DG Délégué)
<i>dont indépendants</i>	0	0	0	
<i>dont femmes</i>	0	0	0	
Administrateur représentant les salariés au CA	non	non	non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	non	non	non	
Comité des risques	non	non	non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	non	non	non	
Comité RSE	non	non	non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	non	non	non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	36%	42%	42%	Konica Minolta
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	non	non	non	
Déclaration de la rémunération du CEO	non	non	non	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	non	non	non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	non	non	oui	18 thématiques
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	non	non	non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

MITHRA

Biotech _ Pharma



Cours : 6,51€

14 Juin 2022

Objectif : 20,70€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext Bruxelles
ISIN / Mnémonique BE0974283153 / MITRA
Reuters / Bloomberg MITRA.BR / MITRA:BB
Indice BEL All-Share
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) 322,6
Flottant (%) 60,3%
Nbre de Titres (Mio) 46,086
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
François Fornieri 24,9%
Marc Coucke 10,9%
Bart Versluys 3,9%
Flottant 60,3%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	ns
PCF	ns	ns	ns
VE/CA	ns	19,6	8,0
VE/ROP	ns	ns	ns
PAN	ns	ns	ns
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-8,0%	-3,3%	-9,1%
ROACE	ns	58,5%	24,6%

CA	22,7	28,5	75,1
var. n/n-1	151,0%	25,5%	164,0%
EBE	-80,0	-65,9	-39,1
ROC	-90,4	-66,8	-40,7
% CA	ns	ns	ns
ROP	-90,4	-66,8	-40,7
% CA	ns	ns	ns
RN Pdg publié	-116,9	-64,3	-38,2
% CA	ns	ns	ns

BNPA	-1,89	-1,04	-0,62
var. n/n-1	ns	ns	ns
BNPA Cor	-1,89	-1,04	-0,62
ANPA	0,5	-0,5	-1,1
Dividende net	0,00	0,00	0,00

DFN	273,7	287,9	327,2

Clément Bassat, Analyste Financier
Mohamed Kaabouni

clement.bassat@bnpparibas.com

Estelle démarre lentement

Activité

Mithra Pharmaceuticals est une société belge spécialisée dans la santé féminine. La société a développé un portefeuille de produits innovants à partir d'un nouvel œstrogène (E4), une ligne de produits génériques, et une offre de sous-traitance CDMO (Contract Development Manufacturing Organisations) dans les injectables et les polymères.

Les produits innovants à base d'Estetrol® (E4) sont une pilule contraceptive Estelle® commercialisée depuis 2021 et Donesta® un traitement en phase 3 contre les symptômes de la ménopause. Du côté des produits génériques, sont commercialisés l'anneau contraceptif Myring®, un bio-équivalent du Nuvaring® et le Tibélia® qui est un générique du Tibolone® indiqué dans la ménopause. Enfin Mithra entrera prochainement en phase clinique sur son implant Zoreline®, un générique du Zoladex® indiqué dans les cancers hormono-dépendants (sein et prostate). Concernant le CDMO, Mithra met à disposition son savoir-faire dans les solutions injectables et les polymères complexes au service de biotechs pour le développement de leurs produits.

Marché / Concurrence

Mithra adresse le marché de la contraception avec deux produits, une pilule et un anneau. Ce marché représente 15Md\$ en 2021 et devrait représenter 17Md\$ d'ici 2026 tous produits confondus (pilule, anneau contraceptif, stérilet, implant...). À l'opposé, Mithra vise aussi le marché de la ménopause, représentant quant à lui 11Md\$ en 2021 et attendu à 13Md\$ en 2025. Sur ces deux marchés, Mithra avance avec son produit innovant l'E4 et avec des génériques. Face à lui se trouvent des géants de la pharma tel que Bayer et ses pilules Yaz / Yasmine (740M\$ en 2021) mais aussi de nombreux génériqueurs. Toutefois, Mithra est le premier acteur depuis 50 ans à offrir une pilule avec un nouvel œstrogène. Nous attendons un peak sales à 200M\$ aux USA à l'horizon 2031 pour Estelle®.

Stratégie / Perspectives

L'actuelle biotech devrait se transformer progressivement en entreprise commerciale suite à l'AMM obtenu en 2021 pour sa pilule contraceptive aux USA et en Europe. Mithra licencie la distribution de ses principes comme de ses génériques auprès de grands acteurs régionaux (Mayne aux USA, Gedeon en France). Toutefois, Mithra recherche prioritairement un deal global pour Donesta. Ainsi ses revenus se décomposent en trois streams, le licensing (octroi de licence avec Upfront et Milestones), le supply (vente des produits manufacturés) et enfin les royalties (% de revenus sur les ventes). L'activité CDMO est appelée à croître indépendamment de l'activité Biotech pour apporter un complément de revenus à l'entreprise. Au 31/12/21, la trésorerie s'établit à 31,9M€ renforcée par deux Equity Lines avec LDA (75M€) et Goldman Sachs (100M€) qui devraient être employées jusqu'au deal global sur Donesta attendu pour 2024 et pour le moment en Phase 3. En effet, les ventes d'Estelle® et des génériques ne pouvant couvrir actuellement l'ensemble des coûts de Mithra.

Valorisation

Valorisation DCF (10 ans, wacc 15%).

Nous ajustons notre TP à 20,70€ pour tenir compte des opérations capitalistiques en cours.

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 13/06/2022 - 10:10 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

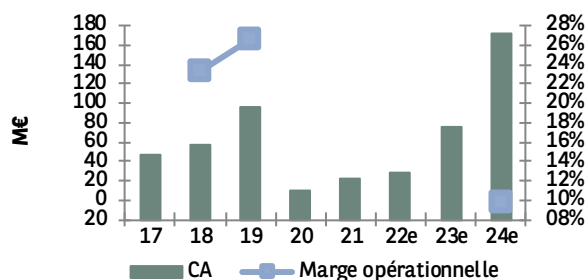
MITHRA

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	46,3	57,9	96,5	9,0	22,7	28,5	75,1	171,9
var. n/n-1	+ / ++	25,1%	66,8%	-90,6%	+ / ++	25,5%	+ / ++	+ / ++
var. organique	105,9%	25,1%	66,8%	-90,6%	151,0%	25,5%	164,0%	128,8%
EBE	-21,3	16,3	31,4	-75,8	-80,0	-65,9	-39,1	18,9
ROC	-23,5	13,4	25,6	-85,5	-90,4	-66,8	-40,7	16,9
var. n/n-1	- - / -	- / +	90,5%	+ / -	- / -	- - / -	- - / -	- / +
ROP	-23,5	13,4	25,6	-85,5	-90,4	-66,8	-40,7	16,9
RCAI	-48,8	-38,2	-32,8	-112,8	-126,3	-66,9	-40,7	16,8
IS	13,8	10,6	6,2	20,7	9,5	2,6	2,6	0,6
RN Pdg publié	-35,0	-27,6	-26,6	-92,1	-116,9	-64,3	-38,2	17,4
RN Pdg corrigé	-35,0	-27,6	-26,6	-92,1	-116,9	-64,3	-38,2	17,4
var. n/n-1	- - / -	- - / -	- - / -	+ / ++	- / -	- - / -	- - / -	- / +
Tmva CA 2019 / 2023e	-6,1%							
Marge brute (%)	80,3%	97,3%	97,4%	61,7%	30,6%	61,1%	61,3%	60,8%
Marge opérationnelle (%)	ns	23,2%	26,5%	ns	ns	ns	ns	9,8%
Marge nette (%)	ns	-47,7%	-27,5%	ns	ns	ns	ns	10,1%
Taux IS (%)	28,3%	27,8%	19,0%	18,4%	7,5%	3,8%	6,3%	-3,5%
Frais de personnel / CA (%)	-19,9%	-18,7%	-11,2%	-151,1%	-73,8%	-63,9%	-38,0%	-17,2%
CA/effectif (K€)	754	745	962	68	142	-	-	-
var. n/n-1	63,3%	-1,2%	29,1%	-93,0%	+ / ++	-	-	-
Effectif moyen	61	78	100	134	159	-	-	-
var. n/n-1	26,0%	26,6%	29,2%	33,2%	19,2%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	86,9	150,9	163,3	157,7	33,8	-30,5	-68,6	-51,2
Dettes financières nettes	83,3	67,5	96,2	138,4	273,7	287,9	327,2	322,7
Autres	-23,0	-28,0	-128,6	-99,4	-115,8	-115,8	-115,8	-115,8
Capitaux investis	63,9	122,9	34,7	58,3	-82,0	-146,3	-184,5	-167,1
Immobilisations nettes	147,8	175,0	271,7	232,6	259,1	259,6	260,3	259,9
dont écarts d'acquisition	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
dont financières	2,6	3,4	155,5	108,4	110,5	110,5	110,5	110,5
BFR	2,0	18,9	14,6	72,5	43,2	-7,5	-7,0	6,3
Actif économique	63,9	122,9	34,7	58,3	-82,0	-146,3	-184,5	-167,1
Gearing (%)	95,9%	44,8%	58,9%	87,7%	808,8%	-944,9%	-476,6%	-629,7%
BFR/CA (%)	4,4%	32,6%	15,2%	803,0%	190,5%	-26,2%	-9,4%	3,6%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	4,1	3,1	ns	ns	ns	ns	17,0
ROE (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	55,6%	ns
ROACE (%) après IS normé	ns	10,6%	27,5%	ns	ns	58,5%	24,6%	ns

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-38,2	25,0	4,6	-53,9	-83,9	-63,4	-36,6	19,5
Variation BFR	-10,7	-16,7	-53,0	-11,5	6,2	50,6	-0,4	-13,3
Investissements industriels	-12,2	-10,1	-17,6	-19,7	-28,4	-1,4	-2,3	-1,7
% du CA	26,4%	17,4%	18,3%	218,2%	125,2%	5,0%	3,0%	1,0%
Cash Flow Libre	-61,0	-1,8	-66,0	-85,1	-106,1	-14,2	-39,3	4,4
Cessions d'actifs	0,3	19,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-14,2	-52,6	-15,9	-18,1	-29,3	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	75,2	0,2	77,1	9,2	0,0	0,0	0,0
Autres	1,1	-24,4	53,1	-16,0	-9,1	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	73,8	-15,7	28,6	42,2	135,4	14,2	39,3	-4,4
Dettes financières nettes	83,3	67,5	96,2	138,4	273,7	287,9	327,2	322,7

Evolution CA et marge opérationnelle



MITHRA

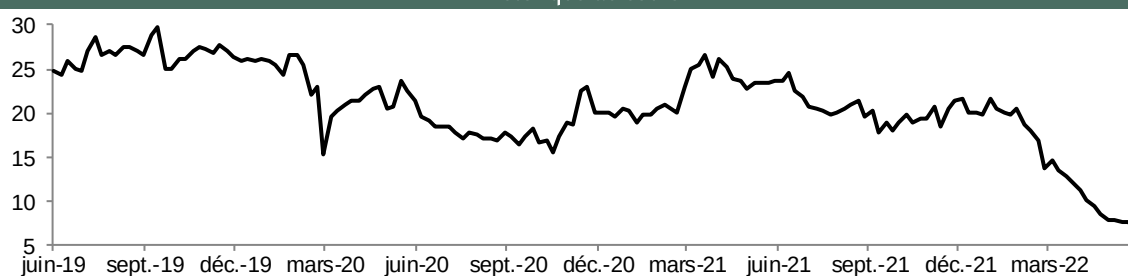
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-1,07	-0,75	-0,70	-2,25	-1,89	-1,04	-0,62	0,28
var. n/n-1	- -/-	- -/-	- -/-	+ /++	- -/-	- -/-	- -/-	- /+
CFPA	-1,2	0,7	0,1	-1,3	-1,4	-1,0	-0,6	0,3
ANPA	2,7	4,1	4,3	3,8	0,5	-0,5	-1,1	-0,8
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	ns							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	24,9
PCF (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	22,3
PAN (x)	3,9	6,4	6,1	5,3	ns	ns	ns	ns
VE/CA (x)	9,2	17,7	10,4	ns	ns	19,6	8,0	3,5
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Free Cash Flow Yield (%)	-17,8%	-0,2%	-6,6%	-10,2%	-8,0%	-3,3%	-9,1%	1,0%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	342,4	959,0	998,4	834,5	982,7	322,6	322,6	322,6
Valeur d'Entreprise (VE)	425,4	1 025,6	1 000,4	924,4	1 204,0	558,1	597,4	592,9
Cours de référence (€)	10,5	26,2	26,4	20,4	21,3	7,0	7,0	7,0
Nb de titres (Mio)	32,660	36,565	37,752	40,988	46,086	46,086	46,086	46,086
Nb de titres corrigé (Mio)	32,660	36,565	37,752	40,988	61,849	61,849	61,849	61,849
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	34,2%	34,2%	34,2%	34,2%
Date d'introduction	03/07/2015							
Cours d'introduction ajusté	12,0 €							

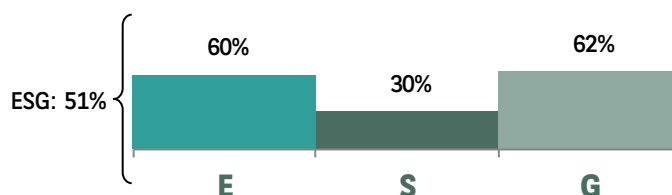
Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22	23	24
CA T1	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S1	12,7	6,7	19,6	2,5	5,5			-
ROP S1	-25,0	-17,4	-11,6	-34,7	-39,7			-
RN pdg corrigé S1	-19,4	-11,0	-94,5	-36,9	-44,4			-
Marge opérationnelle S1	ns	ns	ns	ns	ns			-
Marge nette S1	ns	ns	ns	ns	ns			-
CA T3			-	-	-	-	-	-
CA T4			-	-	-	-	-	-
CA S2	33,6	51,2	77,0	6,5	17,2			-
ROP S2	1,5	30,9	37,2	-50,9	-50,8			-
RN pdg corrigé S2	-15,6	-16,6	67,9	-55,2	-72,4			-
Marge opérationnelle S2	4,6%	60,4%	48,4%	ns	ns			-
Marge nette S2	-46,5%	-32,4%	88,3%	ns	ns			-

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>								
CA T1	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S1	51,4%	-46,9%	+ /++	-87,2%	+ /++			-
CA S2	+ /++	52,3%	50,4%	-91,5%	+ /++			-
ROP S1	- /-	- -/-	- -/-	+ /++	- /-			-
ROP S2	- /+	+ /++	20,5%	+ /-	- -/-			-

Historique de cours



MITHRA



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	0,2	
Politique de compensation des émissions CO2	NA	NA	NA	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	56%	58%	56%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	ND	ND	ND	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	ND	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	Code 2020 (Belgique)
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	15	15	10	
<i>dont indépendants</i>	5	7	5	
<i>dont femmes</i>	3	3	5	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	80%	72%	99%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	28%	26%	25%	Francois Fornieri
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	34	16	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

NANOBIOTIX

Medtech



Cours : 3,64€

14 Juin 2022

Objectif : 12,10€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0011341205 / NANO
Reuters / Bloomberg	NANO.PA / NANO:FP
Indice	CAC Small
Éligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	126,8
Flottant (%)	96,1%
Nbre de Titres (Mio)	34,826
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Laurent Levy	2,7%
Autres salariés	1,2%
Investisseurs institutionnels	52,1%
Flottant	44,0%

	21	22e	23e
Cash Flow Libre	-33,3	-47,6	-66,9
Inv. financiers	0,0	0,0	0,0
Augmentation capital	-0,3	0,0	0,0
Var Trésorerie	-31,9	-47,6	-66,9
Trésorerie nette	44,4	-3,2	-70,1
Trésorerie nette/action	1,28	-0,09	-2,01
Prod. d'exploitation	0,0	0,1	0,1
ROP	-52,6	-57,2	-72,7
% Prod. exploitation	ns	ns	ns
RN pdg publié	-47,0	-51,6	-67,1
% Prod. exploitation	ns	ns	ns

L'étude de Phase 3 débute son recrutement mondial

Activité

Nanobiotix développe des nanoparticules de dioxyde d'hafnium (HfO2) appelées NBTXR3 qui visent à améliorer les effets de la radiothérapie, traitement majeur contre le cancer. Il s'agit d'une classe d'agents dits « radioenhancer », capables d'absorber les rayonnements ionisants pour amplifier localement leur effet destructeur sur les tissus cancéreux. Après avoir démontré l'efficacité de sa technologie dans le sarcome des tissus mous et obtenu le marquage CE en 2020, Nanobiotix mène actuellement une étude de phase 3 de grande ampleur afin d'enregistrer ses particules dans les cancers de la tête et du cou aux USA puis en Europe. Cette étude, qui bénéficie de la désignation « Fast Track » accordée par le FDA s'appelle Nanoray-312, porte sur 500 patients, et se déroule en Asie, en Europe et aux USA. Parallèlement à cette étude, la société étudie la synergie de ses nanoparticules en immuno-oncologie lorsqu'elles sont associées à un inhibiteur de checkpoints anti-PD-1. Enfin, son partenaire MD Anderson mène des études de phases I/II sur NBTXR3 dans le cadre de divers cancers (œsophage, pancréas, poumon, colorectal).

Marché / Concurrence

Environ 50% des cancers sont traités par radiothérapie aux USA, chiffre qui atteint 60% en France. Les principaux cancers traités par radiothérapie sont le cancer du sein, de la prostate et les cancers de la tête et du cou. Une étude publiée dans l'American Association for Cancer Research Journal (AACR) estime que la radiothérapie a permis en 2016 la survie à 5 ans d'environ 3,05 millions de patients aux USA, soit 29% des survivants, chiffre attendu à 4,14 millions d'ici 2030. Le champ d'application de NBTXR3 ne se limite pas aux indications pour lesquelles il est étudié, mais pourrait devenir un « standard of care » systématiquement associé à la radiothérapie. Il est à ce jour le radioenhancer le plus avancé cliniquement, les nanoparticules AGuX de Theragix étant pour le moment en phase 2. Dans les cancers de la tête et du cou, nous estimons le pic de ventes du NBTXR3 à environ 900M€ en Europe et aux USA.

Stratégie / Perspectives

L'année 2021 a été marquée par les préparatifs du lancement de Nanoray-312 début 2022 et par divers ajustements opérationnels visant à contrôler le cashburn à l'initiative du nouveau CFO. Concernant les programmes de recherche prioritaires, Nanobiotix a recruté le premier patient de l'étude Nanoray-312 en janvier 2022 en Europe et devrait poursuivre l'activation des autres sites au cours de l'année. En immuno-oncologie, la société entend déterminer cette année la dose recommandée de phase 2 et poursuivre ses échanges avec les autorités. Sur le plan financier, la trésorerie brute au 31/03/2022 s'établit à 70,6M€ avec une visibilité au T4-2023, ne couvrant pas l'ensemble de l'étude Nanoray-312, bien que renforcée par une Equity line de 25M€ potentiellement dilutive de 14% pre-money.

Valorisation

Valorisation rNPV sur le programme tête et cou.

Clément Bassat, Analyste Financier
Mohamed Kaabouni

clement.bassat@bnpparibas.com

NANOBIOTIX

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-22,8	-27,4	-41,6	-35,4	-43,6	-50,0	-65,5	-65,5
Variation BFR	0,0	0,0	-1,5	5,8	11,5	3,7	0,0	0,0
Investissements industriels	-1,4	-0,5	-2,5	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,6
Cash Flow Libre	-24,2	-27,9	-45,6	-30,7	-33,3	-47,6	-66,9	-67,1
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	49,6	-0,2	29,4	103,3	-0,3	0,0	0,0	0,0
Autres	1,8	0,7	-2,5	6,8	1,6	0,0	0,0	0,0
Variation Trésorerie	27,1	-26,8	-18,7	79,4	-31,9	-47,6	-66,9	-67,1
Trésorerie nette	42,5	15,7	-3,0	76,4	44,4	-3,2	-70,1	-137,2

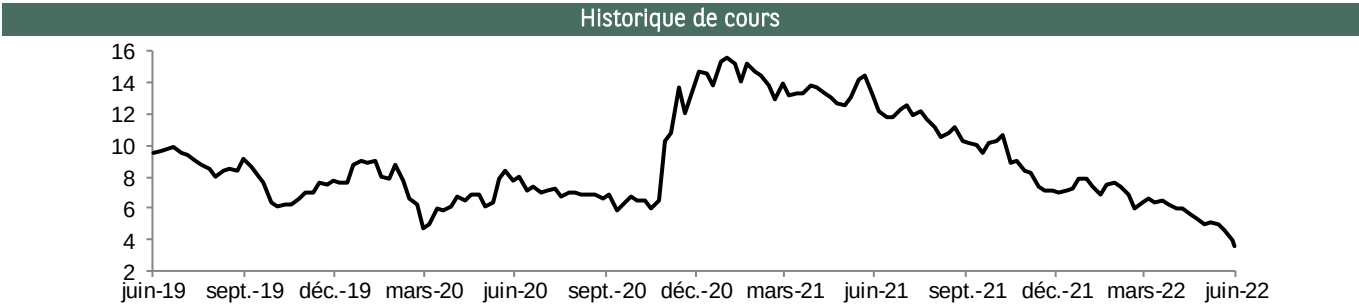
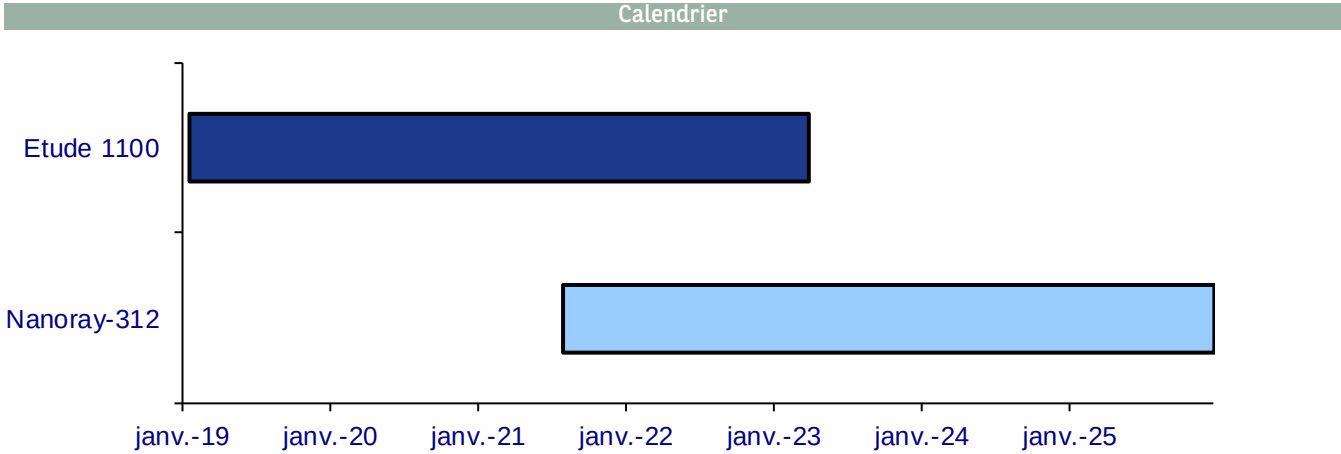
Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Produit d'exploitation	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
ROP	-25,3	-30,1	-46,8	-36,4	-52,6	-57,2	-72,7	-72,7
CIR	3,3	3,3	2,4	1,9	-	-	-	-
R&D immobilisée	-	-	-	-	-	-	-	-
Frais R&D	-17,4	-20,4	-28,8	-23,0	-29,2	-29,2	-29,2	-29,2
RN Pdg publié	-26,1	-30,3	-50,9	-33,6	-47,0	-51,6	-67,1	-67,1
Frais de personnel	-	-	-	-	-	-	-	-
Effectif moyen	75	94	106	100	-	-	-	-

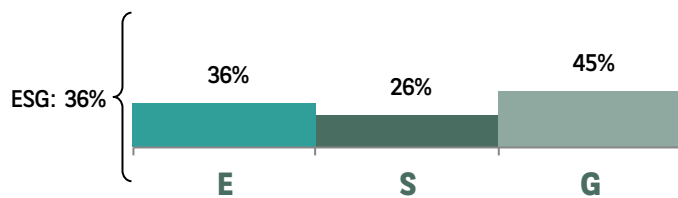
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	43,9	14,2	-1,9	70,5	26,8	-24,8	-92,0	-159,1
Autres	-0,9	-0,2	6,4	6,1	6,4	6,4	6,4	6,4
Capitaux investis	43,0	14,1	4,5	76,6	33,2	-18,4	-85,5	-152,7
Immobilisations nettes	4,4	3,5	10,1	8,8	8,7	8,4	8,2	8,2
<i>dont écarts d'acquisition</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>dont financières</i>	1,2	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Trésorerie nette	42,5	15,7	-3,0	76,4	44,4	-3,2	-70,1	-137,2
BFR	-2,6	-4,6	-2,1	-8,0	-19,4	-23,1	-23,1	-23,1
Actif économique	43,0	14,1	4,5	76,6	33,2	-18,4	-85,5	-152,7

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Trésorerie nette / action	2,16	0,80	-0,14	2,22	1,28	-0,09	-2,01	-3,94
CFPA	-1,2	-1,4	-1,9	-1,0	-1,3	-1,4	-1,9	-1,9
Nb de titres (Mio)	19,633	19,633	22,415	34,432	34,826	34,826	34,826	34,826
Nb de titres corrigé (Mio)	19,633	19,633	22,415	34,432	34,826	34,826	34,826	34,826
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22	23	24
Produit d'exploitation T1	-	-	-	-	-	-	-	-
Produit d'exploitation T2	-	-	-	-	-	-	-	-
Produit d'exploitation S1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-	-	-
ROP S1	-11,8	-10,9	-20,5	-18,4	-29,8	-	-	-
RN pdg publié S1	-12,2	-12,6	-23,9	-20,6	-30,4	-	-	-
Trésorerie S1	-	-	-	-	-	-	-	-
Produit d'exploitation T3	-	-	-	-	-	-	-	-
Produit d'exploitation T4	-	-	-	-	-	-	-	-
Produit d'exploitation S2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
ROP S2	-13,5	-19,2	-26,3	-18,0	-22,8	-	-	-
RN pdg publié S2	-14,0	-17,7	-27,0	-13,0	-16,6	-	-	-
Trésorerie S2	-	-	-	-	-	-	-	-

NANOBIOTIX





NANOBIOTIX

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	NA	NA	NA	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	77%	68%	67%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	66	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	ND	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	100%	ND	100%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	ND	ND	ND	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	0	0	0	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,1	0,0	0,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	Middledenext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	5	5	5	
<i>dont indépendants</i>	3	4	4	
<i>dont femmes</i>	1	1	1	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	5,6%	5,7%	8,5%	Invus
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	7,45	7,53	7,76	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	NA	NA	NA	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	NA	NA	NA	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

NEOEN

Energie



Cours : 35,50€ 14 Juin 2022

Objectif : 37,80€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0011675362 / NEOEN
Reuters / Bloomberg	NEOEN.PA / NEOEN:FP
Indice	CAC Small
Eligibilité PEA-PME	Non

Capitalisation (M€)	3 802,2
Flottant (%)	40,7%
Nbre de Titres (Mio)	107,103
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Impala	46,6%
FSP	6,5%
FCPI ETI 2020	4,7%
Management	1,6%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	56,6
PCF	3,6	19,5	17,0
VE/CA	19,2	16,1	15,6
VE/ROP	ns	ns	ns
PAN	3,4	2,9	2,8
Rendement	0,0%	0,0%	0,3%
Free Cash Flow Yield	13,3%	-19,7%	-20,1%
ROACE	3,7%	3,6%	3,3%

CA	333,6	422,7	487,4
CA précédent	333,6	422,7	487,4
var. n/n-1	11,6%	26,7%	15,3%
EBE	300,4	371,2	423,0
ROC	189,6	224,3	249,8
% CA	56,8%	53,1%	51,2%
ROP	171,2	224,3	249,8
% CA	51,3%	53,1%	51,2%
RN Pdg publié	41,0	69,5	73,9
% CA	12,3%	16,4%	15,2%

BNPA	0,35	0,59	0,63
BNPA précédent	0,35	0,59	0,63
var. n/n-1	760,6%	69,3%	6,5%
BNPA Cor	0,35	0,59	0,63
ANPA	11,6	12,2	12,8
Dividende net	0,00	0,10	0,12

DFN	2 314,1	3 128,8	3 959,8

Nicolas Royot, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
nicolas.royot@bnpparibas.com

Un contexte plus que jamais porteur

Activité

Neoen est un pure player de la production d'électricité renouvelable qui développe ses propres projets pour les exploiter dans la durée. Neoen réalise le développement des projets, leur conception, la structuration financière et l'exploitation. Les prestations de construction et de maintenance sont externalisées. Géographiquement, Neoen se concentre sur les pays de l'OCDE et cherche à figurer parmi les leaders sur ses marchés cibles. Le groupe est présent sur le solaire, l'éolien et le segment du stockage.

Marché / Concurrence

Le secteur des énergies renouvelables est en pleine croissance, profitant notamment de la baisse des coûts qui rend ces sources d'énergies compétitives. Neoen est un pure player de la production d'électricité d'origine renouvelable, concentré sur les technologies matures et les pays de l'OCDE. L'électricité est généralement vendue à travers des contrats de vente d'électricité auprès d'acteurs étatiques, de fournisseurs d'électricité ou à travers des Corporate PPA. Par ailleurs Neoen est particulièrement actif sur le segment du stockage. Sur le marché des ENR, citons des acteurs comme EDF Renouvelables, EDPR, Voltalia, Solaria, Engie, Enel, TotalEnergies...

Stratégie / Perspectives

La profondeur du marché, la taille du pipeline et les moyens financiers valident le scénario d'une poursuite d'une forte dynamique de croissance. Neoen ambitionne 10GW d'actifs en opération ou en construction à fin 2025 (vs 5,4GW fin 2021) dont >5 GW en opération courant 2023. A noter une évolution sur la stratégie M&A, le management intègre la cession d'actifs (jusqu'à 20% de l'EBITDA) même si le "develop to own" reste le cœur de métier. Des acquisitions opportunistes (actifs en vue de repowering, société en difficultés) sont envisagées. La répartition de ces actifs devrait être proche de l'actuelle, 1/ en géographique avec >80% en OCDE et un poids important de l'Europe et de l'Australie; 2/ en technologie (≈60% solaire, ≈30% éolien, ≈10% stockage). Ce plan de développement nécessite 5,3 milliards d'euros d'investissements dont jusqu'à 1,2 milliard d'euros pourrait être financé par levée de fonds sur la période 2021-2025 (dont 600M€ levés en 2021). Le bilan devrait ainsi rester fortement sollicité avec un levier de DFN/EBITDA entre 8 et 10x fin 2025 vs 7,4xEBITDA fin 2021. Neoen ambitionne désormais de remporter >2GW de nouveaux projets par an, contre 0,7GW visés lors de l'IPO et 1GW remporté chaque année en 2019 et 2020. Les TRI cibles sont de 7,5% (+/- 150 bp) en Europe, 8,5% (+/- 150 bp) en Australie, 6 à 10% pour les autres pays de l'OCDE, et supérieurs à 10% dans les pays non-membres de l'OCDE. Neoen prévoit pour 2022 un EBITDA compris entre 360 et 375M€, soit une croissance comprise entre 20 et 25% ainsi qu'une marge d'EBITDA comprise entre 85 et 90%, intégrant des produits nets de cessions d'actifs pour une contribution qui demeurera inférieure à 20% de l'EBITDA. Neoen confirme par ailleurs ses objectifs de croissance annuelle à deux chiffres de son EBITDA entre 2022 et 2025.

Valorisation

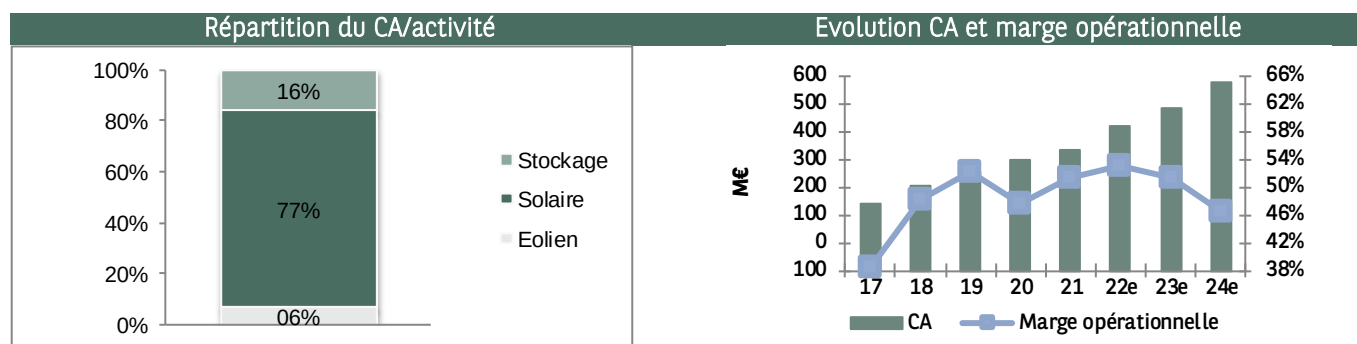
Le contexte actuel est favorable à une accélération des investissements dans les énergies renouvelables, dont Neoen devrait profiter. Conserver (3). Objectif 37,8€ (36€ par DCF +5% de prime ESG).

NEOEN

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	139,3	207,0	253,2	298,8	333,6	422,7	487,4	583,0
var. n/n-1	71,3%	48,6%	22,3%	18,0%	11,6%	26,7%	15,3%	19,6%
var. organique	71,3%	48,6%	22,3%	18,0%	11,6%	26,7%	15,3%	19,6%
EBE	102,2	166,6	216,1	270,4	300,4	371,2	423,0	499,4
ROC	60,7	106,1	135,9	160,6	189,6	224,3	249,8	271,1
var. n/n-1	+ / + +	74,7%	28,1%	18,2%	18,1%	18,3%	11,4%	8,5%
ROP	53,7	100,0	131,9	142,5	171,2	224,3	249,8	271,1
RCAI	17,3	30,2	44,9	24,8	53,5	97,3	103,6	93,6
IS	-6,9	-15,8	-23,7	-21,4	-13,3	-29,2	-31,1	-28,1
RN Pdg publié	12,5	13,2	36,0	3,9	41,0	69,5	73,9	66,8
RN Pdg corrigé	12,5	13,2	36,0	3,9	41,0	69,5	73,9	66,8
var. n/n-1	+ / + +	5,9%	+ / + +	-89,2%	+ / + +	69,3%	6,5%	-9,7%
Tmva CA 2019 / 2023e	17,8%							
Marge brute (%)	96,9%	99,8%	99,7%	101,0%	100,7%	100,7%	100,7%	100,7%
Marge opérationnelle (%)	38,5%	48,3%	52,1%	47,7%	51,3%	53,1%	51,2%	46,5%
Marge nette (%)	8,9%	6,4%	14,2%	1,3%	12,3%	16,4%	15,2%	11,5%
Taux IS (%)	39,7%	52,3%	52,8%	86,3%	24,9%	30,0%	30,0%	30,0%
Frais de personnel / CA (%)	-27,6%	-22,3%	-23,4%	-24,7%	-25,8%	-23,7%	-23,0%	-22,3%
CA/effectif (K€)	1 040	1 125	1 188	1 172	1 116	-	-	-
var. n/n-1	- / +	8,2%	5,6%	-1,4%	-4,8%	-	-	-
Effectif moyen	134	184	213	255	299	-	-	-
var. n/n-1	- / +	37,3%	15,8%	19,7%	17,3%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	164,1	645,1	661,0	636,8	1 364,7	1 434,2	1 508,1	1 574,9
Dettes financières nettes	1 114,3	1 146,6	1 858,7	2 264,7	2 314,1	3 128,8	3 959,8	5 095,9
Autres	-47,0	-36,9	47,2	122,0	75,7	86,4	99,2	112,0
Capitaux investis	1 244,8	1 765,0	2 586,3	3 028,3	3 763,7	4 657,2	5 573,5	6 787,9
Immobilisations nettes	1 472,0	1 982,0	2 761,0	3 212,0	4 147,0	4 914,6	5 848,8	7 089,5
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
dont financières	91,5	118,5	134,1	101,7	141,1	141,1	141,1	141,1
BFR	-135,7	-98,5	-40,6	-82,0	-242,2	-116,4	-134,2	-160,6
Actif économique	1 244,8	1 765,0	2 586,3	3 028,3	3 763,7	4 657,2	5 573,5	6 787,9
Gearing (%)	627,6%	175,0%	273,1%	353,0%	168,4%	217,0%	261,5%	322,5%
BFR/CA (%)	-97,4%	-47,6%	-16,0%	-27,4%	-72,6%	-27,5%	-27,5%	-27,5%
Dettes financières nettes/EBE (x)	10,9	6,9	8,6	8,4	7,7	8,4	9,4	10,2
ROE (%)	7,6%	2,0%	5,4%	0,6%	3,0%	4,8%	4,9%	4,2%
ROACE (%) après IS normé	3,8%	4,7%	4,2%	3,8%	3,7%	3,6%	3,3%	2,9%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	91,6	162,4	229,0	233,6	1 289,2	215,0	245,7	293,8
Variation BFR	-16,2	-6,0	-44,5	-11,3	44,3	-125,8	17,8	26,3
Investissements industriels	-472,9	-501,1	-789,2	-539,8	-712,7	-914,6	-1 107,3	-1 469,1
% du CA	339,5%	242,1%	311,8%	180,7%	213,6%	216,4%	227,2%	252,0%
Cash Flow Libre	-397,6	-344,6	-604,7	-317,5	620,8	-825,4	-843,9	-1 148,9
Cessions d'actifs	1,1	0,4	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-11,4	-31,4	-23,2	37,3	3,2	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-2,1	-3,8	-4,1	-10,9	-0,2	10,7	12,8	12,8
Augmentation de capital	3,2	441,7	19,9	27,0	592,1	0,0	0,0	0,0
Autres	7,8	-94,6	-100,1	-142,0	-1 265,5	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	398,9	32,3	712,1	406,0	49,4	814,7	831,0	1 136,1
Dettes financières nettes	1 114,3	1 146,6	1 858,7	2 264,7	2 314,1	3 128,8	3 959,8	5 095,9



NEOEN

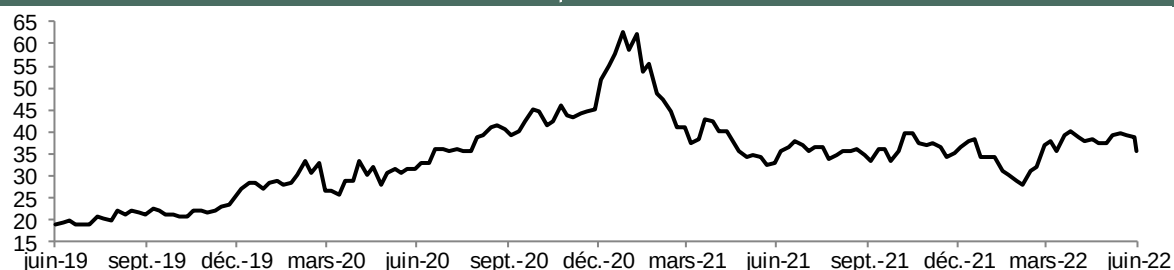
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-	0,15	0,42	0,04	0,35	0,59	0,63	0,57
var. n/n-1	-	-/+	+ /++	-90,3%	+ /++	69,3%	6,5%	-9,7%
CFPA	-	1,9	2,7	2,4	10,9	1,8	2,1	2,5
ANPA	-	7,5	7,7	6,6	11,6	12,2	12,8	13,3
Dividende net (versé en n+1)	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,12	0,12
Payout (%)	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	17,0%	19,1%	21,2%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	10,6%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	-5,9%							

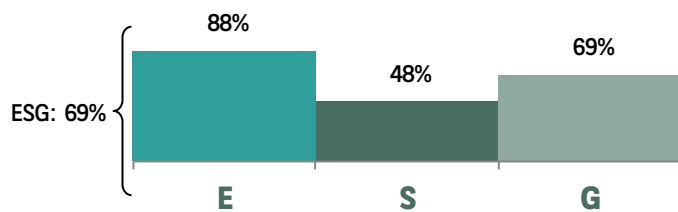
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	-	ns	47,8	ns	ns	ns	56,6	ns
PCF (x)	-	9,1	7,5	14,9	3,6	19,5	17,0	14,3
PAN (x)	-	2,3	2,6	5,5	3,4	2,9	2,8	2,7
VE/CA (x)	-	12,0	13,6	17,6	19,2	16,1	15,6	15,0
VE/EBE (x)	-	15,0	15,9	19,4	21,3	18,3	18,0	17,5
VE/ROP (x)	-	24,9	26,1	ns	ns	ns	ns	ns
Free Cash Flow Yield (%)	-	-23,4%	-35,1%	-9,1%	13,3%	-19,7%	-20,1%	-27,4%
Rendement (%)	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,3%
Capitalisation (M€)	-	1 454,0	1 702,6	3 080,8	4 230,7	3 798,4	3 798,4	3 798,4
Valeur d'Entreprise (VE)	-	2 492,3	3 446,7	5 248,6	6 413,0	6 794,0	7 623,6	8 758,4
Cours de référence (€)	-	17,1	20,0	36,0	39,5	35,5	35,5	35,5
Nb de titres (Mio)	53,982	84,957	85,089	85,551	106,998	106,998	106,998	106,998
Nb de titres corrigé (Mio)	53,977	86,122	86,074	96,524	117,972	117,972	117,972	117,972
% de la dilution	0,0%	1,5%	1,4%	12,8%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Date d'introduction	17/10/2018							
Cours d'introduction ajusté	16,5 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	-	49,3	59,4	95,8	80,2	109,1
CA T2	-	52,4	58,7	61,5	84,7	
CA S1	54,4	101,7	118,1	157,2	164,9	
ROP S1	15,4	48,3	57,0	95,0	67,7	
RN pdg corrigé S1	3,5	7,2	18,4	20,9	4,5	
Marge opérationnelle S1	28,3%	47,5%	48,3%	60,4%	41,1%	
Marge nette S1	6,4%	7,1%	15,6%	13,3%	2,7%	
CA T3	-	55,5	66,1	66,8	77,7	
CA T4	-	49,8	69,0	74,8	91,0	
CA S2	84,9	105,3	135,1	141,6	168,7	
ROP S2	38,3	51,7	74,9	47,5	103,5	
RN pdg corrigé S2	9,0	6,0	17,6	-17,0	36,5	
Marge opérationnelle S2	45,1%	49,1%	55,5%	33,5%	61,4%	
Marge nette S2	10,5%	5,7%	13,0%	-12,0%	21,6%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	-	-/+	20,5%	61,3%	-16,3%	36,0%
CA T2	-	-/+	12,0%	4,8%	37,7%	
CA T3	-	-/+	19,0%	1,1%	16,3%	
CA T4	-	-/+	38,6%	8,5%	21,7%	
CA S1	-/+	86,9%	16,1%	33,1%	4,9%	
CA S2	-/+	24,0%	28,3%	4,9%	19,1%	
ROP S1	-/+	+ /++	18,0%	66,7%	-28,7%	
ROP S2	-/+	35,0%	44,9%	-36,6%	+ /++	

Historique de cours





NEOEN

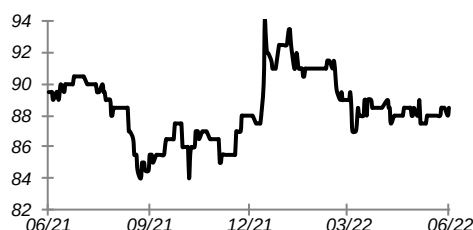
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	1,4	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	32%	31%	29%	
Index égalité salariale femmes / hommes	84	92	98	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Non	Non	Non	
Part des personnes en situation de handicap	0,0%	0,0%	0,0%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	80%	100%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	19%	16%	18%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	7	7	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	96%	98%	100%	
Comité d'audit	oui	oui	oui	
Comité des risques	non	non	non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	non	non	non	
Comité RSE	non	non	non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	non	non	non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	50%	50%	47%	Impala
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	oui	oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	oui	oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	oui	oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	7,07	6,22	65,8	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	oui	oui	oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	NA	NA	NA	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	100%	87%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

NEXTSTAGE

Finance



Cours : 88,50€ 14 Jun 2022

Objectif : 98,30€

RENFORCER (2)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0012789386 / NEXTS
Reuters / Bloomberg	NEXTS.PA / NEXTS:FP
Indice	CAC Small
Contrat de prestation analyse	
Eligibilité PEA-PME	Non

Capitalisation (M€)	184,0
Flottant (%)	18,4%
Nbre de Titres (Mio)	2,079
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
NextStage AM et affiliés	6,1%
NextStage Croissance	18,0%
Autres investisseurs >5%	57,5%
Public	18,4%

	20	21	22e
RN Pdg publié	-39,7	25,4	-
PER	ns	7,2	-
PAN	0,9	0,8	-
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%

BNPA	-18,96	12,26	-
var. n/n-1	ns	ns	-
BNPA Cor	-18,96	12,26	-
ANPA	103,9	116,3	-
Dividende net	0,00	0,00	-

Gearing	-16,3%	-8,8%	-
DFN	-35,8	-21,4	-

Accompagner les ETM de croissance dans la durée

Activité

Société en commandite par actions gérée par NextStage AM, NextStage vise à financer la croissance des entreprises de taille moyenne, essentiellement en fonds propres, et à les accompagner dans la durée en s'affranchissant des contraintes temporelles inhérentes aux fonds de capital-développement. Actifs dans la gouvernance des sociétés, les gérants conseillent notamment les entrepreneurs dans leur stratégie d'internationalisation et leurs opérations de croissance externe. Sans qu'un horizon de temps soit défini, l'ambition à long-terme est que le portefeuille soit constitué d'une quarantaine d'entreprises européennes réalisant entre 10 et 500M€ de chiffre d'affaires et rentables.

Marché / Concurrence

Compte tenu de sa présence historique dans le domaine du capital-investissement, NextStage dispose d'un important dealflow, y compris un nombre significatif de dossiers non intermédiés. La société doit tout de même faire face à la concurrence de l'ensemble de l'écosystème du private equity. A l'instar d'autres acteurs investissant à long-terme (institutions financières en fonds propres, family offices, Geneo...), notons que la faculté de NextStage d'investir sans limite de durée est un différenciant attractif pour les entrepreneurs et est susceptible d'aboutir à des conditions d'entrées plus avantageuses.

Stratégie / Perspectives

La motivation principale derrière la création de NextStage est la faculté d'investir à long-terme dans les entreprises de taille moyenne en évitant les contraintes temporelles liées à la durée de vie limitée des fonds. La création de valeur pour l'actionnaire devrait en être gagnante sous deux effets : 1/ la liberté d'attendre le meilleur timing pour réaliser les sorties et 2/ l'attractivité d'un partenariat à long-terme pour les entrepreneurs, ce qui peut améliorer les conditions d'entrées au capital des cibles (VE/EBITDA 9,0x en moyenne). Une autre caractéristique de NextStage est de privilégier le financement en capitaux propres avec peu d'effets de levier afin d'éviter tout mur de la dette et de laisser d'importantes marges de manœuvre pour se développer. Cette politique financière prudente a permis d'amortir le choc de la crise sanitaire en 2020, une seule participation ayant demandé une recapitalisation d'envergure (le loueur de bateaux Dream Yacht Charter) malgré une forte exposition du portefeuille au secteur tourisme/loisirs (41% de l'ANR fin 2019). L'ANR/action (115,7€ fin T1 2022), après avoir chuté de 15%, n'est plus qu'à 6% de son niveau d'avant-crise en étant porté par la résilience des activités hors tourisme/loisirs, secteur qui devrait lui rebondir en 2022. Notons que si le portefeuille reste jeune (3,7 ans de détention moyenne fin 2021), le gérant a adopté une stratégie de rotation sur certaines participations (TRI brut moyen de 19,9% sur les 3 premières sorties, d'autres projets sont à l'étude).

Valorisation

NextStage reste selon nous faiblement valorisé, le gros du portefeuille est bien orienté et la volonté affichée de faire tourner les participations devrait permettre de matérialiser la création de valeur.

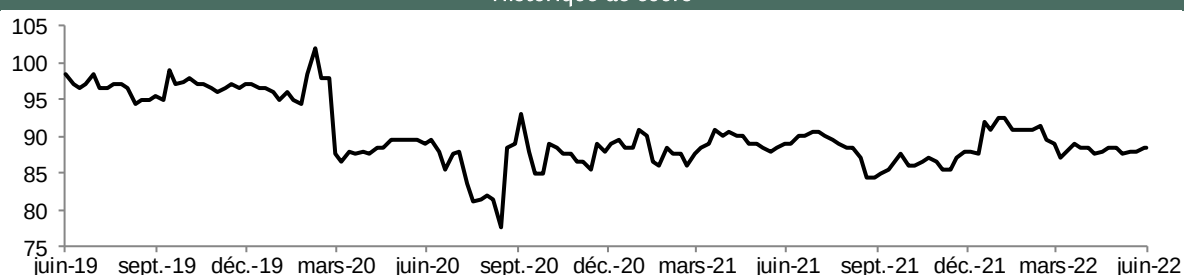
Maxence Dhoury, Analyste Financier

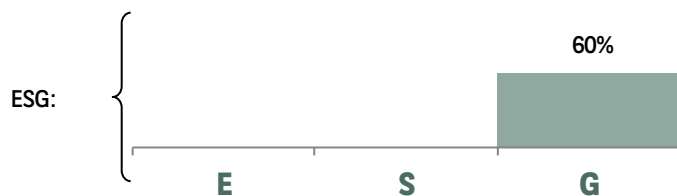
+33 (0)2 40 44 94 12
maxence.dhoury@bnpparibas.com

NEXTSTAGE

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	-	-
RN Pdg publié	13,2	14,0	14,1	-39,7	25,4	-	-	-
RN Pdg corrigé	13,2	14,0	14,1	-39,7	25,4	-	-	-
Marge nette (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilan	17	18	19	20	21	22e	-	-
Fonds propres Pdg	212,4	226,9	260,5	219,7	243,3	-	-	-
Dettes financières nettes	-94,2	-46,9	-20,6	-35,8	-21,4	-	-	-
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
Capitaux investis	118,2	179,9	239,9	183,8	221,9	-	-	-
Immobilisations nettes	118,8	174,4	240,2	183,3	222,6	-	-	-
dont écarts d'acquisition	-	-	-	-	-	-	-	-
dont financières	118,8	174,4	240,2	183,3	222,6	-	-	-
BFR	-0,6	5,5	-0,3	0,6	-0,6	-	-	-
Actif économique	118,2	179,9	239,9	183,8	221,9	-	-	-
Gearing (%)	-44,4%	-20,7%	-7,9%	-16,3%	-8,8%	-	-	-
ROE (%)	6,2%	6,2%	5,4%	ns	10,4%	-	-	-
ROACE (%) après IS normé	-	-	-	-	-	-	-	-
Données par action	17	18	19	20	21	22e	-	-
BNPA	6,92	7,36	6,69	-18,96	12,26	-	-	-
var. n/n-1	82,3%	6,5%	-9,1%	+/-	-/+	-	-	-
CFPA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
ANPA	110,4	117,7	122,5	103,9	116,3	-	-	-
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-	-	-
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-
Tmva BNPA 2019 / -	-	-	-	-	-	-	-	-
Tmva CFPA 2019 / -	-	-	-	-	-	-	-	-
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	-	-
PER (x)	15,1	13,7	14,2	ns	7,2	-	-	-
PCF (x)	ns	ns	ns	ns	ns	-	-	-
PAN (x)	0,9	0,9	0,8	0,9	0,8	-	-	-
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	-
Capitalisation (M€)	199,0	192,7	201,0	187,3	183,2	-	-	-
Valeur d'Entreprise (VE)	104,8	145,8	180,4	151,5	161,8	-	-	-
Cours de référence (€)	104,2	100,9	94,8	88,9	88,1	88,5	-	-
Nb de titres (Mio)	1,910	1,910	2,119	2,106	2,079	-	-	-
Nb de titres corrigé (Mio)	1,902	1,902	2,109	2,093	2,073	-	-	-
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	-	-
Date d'introduction	20/12/2016							
Cours d'introduction ajusté	100,0 €							

Historique de cours





NEXTSTAGE

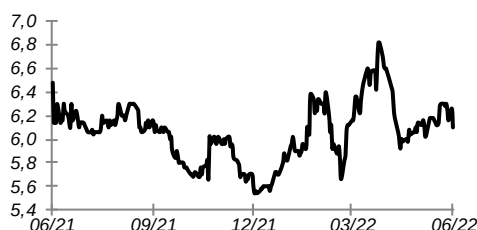
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	Effectif pour 8% uniquement des sociétés
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	NA	NA	NA	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	37%	Reporting sur 96% des entreprises
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	NA	NA	NA	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	32%	Reporting sur 96% des entreprises
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	NA	NA	NA	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	NA	NA	NA	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	65% des sociétés ont ouvert leur capital à leurs salariés
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	2,4%	Reporting sur 96% des entreprises
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	Afep-Medef
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	10	10	9	+ 2 censeurs
<i>dont indépendants</i>	6	6	5	
<i>dont femmes</i>	3	4	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	NA	NA	NA	
Assiduité des membres du CA	ND	92%	ND	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	ND	13%	13%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	NA	NA	NA	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	NA	NA	NA	A partir de 2022, le management package des dirigeants des nouvelles participations incluront des critères ESG
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	NA	NA	NA	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	NA	NA	Oui	Effectif pour 81% des sociétés
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	89%	90%	96%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

NRJ GROUP

Marketing _ Media



Cours : 6,10€

14 Juin 2022

Objectif : 10,60€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000121691 / NRG
Reuters / Bloomberg	NRG.PA / NRG FP
Indice	CAC Allshares
Éligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	476,5
Flottant (%)	15,5%
Nbre de Titres (Mio)	78,113
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Famille Baudecroux	80,2%
M. Guilbert	3,3%
Autocontrôle	1,0%
Public	15,5%

	21	22e	23e
PER	17,3	18,2	17,8
PCF	7,5	7,8	7,6
VE/CA	0,5	0,4	0,4
VE/ROP	5,0	4,8	4,4
PAN	0,7	0,7	0,7
Rendement	3,4%	3,4%	3,6%
Free Cash Flow Yield	6,2%	4,7%	6,2%
ROACE	6,0%	5,8%	5,9%

CA	365,1	385,2	397,6
CA précédent	365,1	385,2	397,6
var. n/n-1	12,4%	5,5%	3,2%
EBE	67,4	69,6	71,1
ROC	35,6	34,8	35,5
% CA	9,8%	9,0%	8,9%
ROP	36,0	34,8	35,5
% CA	9,9%	9,0%	8,9%
RN Pdg publié	27,6	26,0	26,5
% CA	7,6%	6,7%	6,7%

BNPA	0,36	0,34	0,34
BNPA précédent	0,36	0,34	0,34
var. n/n-1	-31,0%	-5,8%	2,1%
BNPA Cor	0,36	0,34	0,34
ANPA	8,5	8,6	8,8
Dividende net	0,21	0,22	0,22

DFN	-296,2	-302,2	-314,6

Jeremy Sallée, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30
jeremy.sallee@bnpparibas.com

Une valeur et de la valeur oubliée

Activité

NRJ Group a été créé en 1981 par l'actuel CEO et principal actionnaire Jean-Paul Baudecroux (70% du capital). Au fil des années, NRJ s'est développé dans la Radio (NRJ, Chérie FM, Nostalgie et Rire & chansons), la Diffusion (1986 et acquisition de Towercast en 1994), la Téléphonie mobile (NRJ Mobile lancé en 2005 et cédé à 95% en 2008, les 5% restants ont été cédés en 2020) ainsi que dans la Télévision (lancement de NRJ 12 en 2005, NRJ Hits en 2007 et Chérie 25 en 2012). Aujourd'hui, NRJ fait partie des principaux médias français privés et s'articule autour de trois activités : 1/ la Radio (59% CA 2021), 2/ la Télévision (22% CA 2021) et la 3/ Diffusion (18% CA 2021).

Marché / Concurrence

En Radio, NRJ est le leader français des programmes musicaux. Au global sur l'ensemble du marché NRJ Group dispose, sur la base des audiences médiamétrie de janvier-mars du lundi-vendredi 13 ans et plus, de 14% de PDA soit près de la moitié du marché de la radio musicale française devant le groupe M6 (Fun Radio et RTL 2) et Lagardère News (Virgin et RFM). En TV avec seulement deux chaînes gratuites NRJ fait figure de véritable challenger et totalise une PDA d'environ 2,4% soit un niveau nettement inférieur à celui des principaux acteurs du secteur (France TV c.29%, groupe TF1 c.27% et groupe M6 c.15%). Enfin dans la Diffusion, Towercast est le deuxième acteur du duopole établi avec TDF. Towercast dispose de 29% de PDM dans la TNT, de 26% dans la FM et de 37% dans la DAB+.

Stratégie / Perspectives

Sur l'ensemble de ses trois métiers la stratégie de NRJ repose 1/ dans la Radio sur une consolidation de son leadership et le développement de son offre digitale, 2/ dans la TV sur la poursuite de la réduction des pertes via l'optimisation de la gestion des coûts de la grille et 3/ dans la Diffusion sur la conquête régulière de PDM face à TDF, l'accroissement du nombre de sites détenus en propre afin de réduire sa dépendance à TDF et de défendre ses marges et le développement de nouvelles activités (DAB+, 5G Broadcast, le THD-R etc.). Après une excellente fin d'année 2021 et un très bon début d'exercice 2022, porté par le rebond des investissements des annonceurs en Radio et TV, le management se montre prudent en raison d'une visibilité limitée sur le dernier quadrimestre et sur l'évolution du comportement des annonceurs en période d'inflation.

Valorisation

NRJ est une valeur décotée qui offre un risk/ reward particulièrement intéressant avec une position cash nette 2022 qui s'élève à 3,9€ par action. Notre valorisation par DCF ressort à 9,1€ et notre valorisation via une SOTP s'élève à 12,1€. La faible valorisation offre l'opportunité de se positionner sur un dossier peu risqué, avec un rendement intéressant (≈3,5%) et laissant la place à de nombreux leviers de sortie par le haut (rerating lié aux potentielles cessions de la TV, fortement déficitaire, et/ou de la Diffusion, aspect spéculatif toujours d'actualité compte tenu de l'âge du dirigeant et de la faiblesse des opportunités d'investissement pour une trésorerie nette qui s'élève à c.300M€).

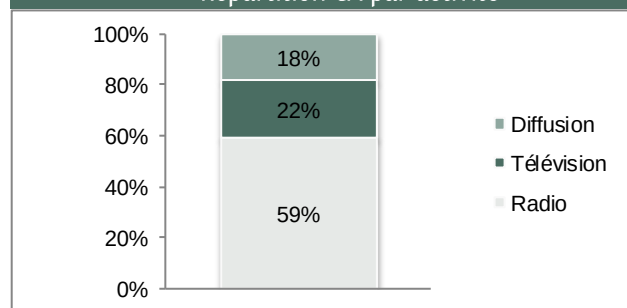
NRJ GROUP

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	367,9	392,3	386,2	324,8	365,1	385,2	397,6	405,1
var. n/n-1	-0,5%	6,6%	-1,5%	-15,9%	12,4%	5,5%	3,2%	1,9%
var. organique	-	-	-	-	-	-	-	-
EBE	50,2	57,1	61,8	36,5	67,4	69,6	71,1	72,2
ROC	27,3	33,7	30,5	3,0	35,6	34,8	35,5	36,2
var. n/n-1	-6,2%	23,7%	-9,6%	-90,1%	+ / ++	-2,3%	2,0%	2,0%
ROP	27,9	32,3	28,2	3,0	36,0	34,8	35,5	36,2
RCAI	28,0	32,3	28,2	3,1	36,3	35,0	35,8	36,5
IS	-8,9	-12,8	-11,0	-4,1	-10,6	-10,0	-10,3	-10,5
RN Pdg publié	20,2	22,0	21,7	40,0	27,6	26,0	26,5	27,0
RN Pdg corrigé	20,2	22,0	21,7	40,0	27,6	26,0	26,5	27,0
var. n/n-1	-40,1%	9,0%	-1,2%	84,0%	-31,0%	-5,8%	2,1%	1,8%
Tmva CA 2019 / 2023e	0,7%	-	-	-	-	-	-	-
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	7,6%	8,2%	7,3%	0,9%	9,9%	9,0%	8,9%	8,9%
Marge nette (%)	5,5%	5,6%	5,6%	12,3%	7,6%	6,7%	6,7%	6,7%
Taux IS (%)	31,7%	39,8%	39,0%	131,3%	29,1%	28,7%	28,7%	28,7%
Frais de personnel / CA (%)	-32,0%	-30,0%	-30,6%	-33,1%	-30,6%	-30,3%	-30,2%	-30,2%
CA/effectif (K€)	224	242	237	202	232	-	-	-
var. n/n-1	0,1%	8,1%	-2,0%	-14,7%	14,8%	-	-	-
Effectif moyen	1 642	1 620	1 628	1 606	1 573	-	-	-
var. n/n-1	-0,7%	-1,3%	0,5%	-1,4%	-2,1%	-	-	-

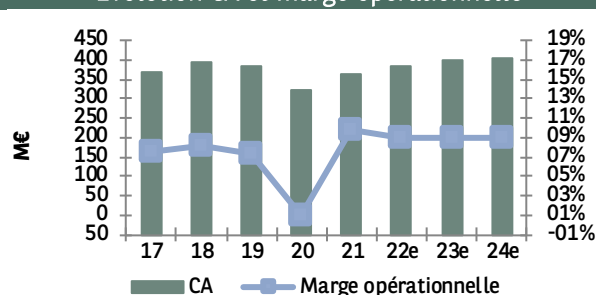
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	586,8	598,6	605,2	645,0	658,5	668,2	677,9	687,7
Dettes financières nettes	-192,0	-198,6	-213,5	-282,5	-296,2	-302,2	-314,6	-327,6
Autres	13,0	19,6	48,6	58,9	63,8	63,8	63,8	63,8
Capitaux investis	407,7	419,2	440,0	421,1	425,7	429,5	426,7	423,5
Immobilisations nettes	359,7	389,1	422,2	402,5	400,5	396,8	393,2	389,8
dont écarts d'acquisition	133,2	133,4	133,4	132,6	132,0	132,0	132,0	132,0
dont financières	9,4	11,1	16,1	6,2	5,6	5,6	5,6	5,6
BFR	57,4	41,2	33,9	24,8	30,8	38,3	39,1	39,3
Actif économique	407,7	419,2	440,0	421,1	425,7	429,5	426,7	423,5
Gearing (%)	-32,7%	-33,2%	-35,3%	-43,8%	-45,0%	-45,2%	-46,4%	-47,7%
BFR/CA (%)	15,6%	10,5%	8,8%	7,6%	8,4%	10,0%	9,8%	9,7%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	3,4%	3,7%	3,6%	6,2%	4,2%	3,9%	3,9%	3,9%
ROACE (%) après IS normé	4,4%	5,0%	4,5%	0,6%	6,0%	5,8%	5,9%	6,0%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	38,1	49,4	48,4	32,9	63,8	60,9	62,2	63,0
Variation BFR	10,5	21,2	6,8	10,3	-6,8	-7,5	-0,8	-0,2
Investissements industriels	-12,7	-49,1	-24,9	-23,9	-27,6	-31,1	-32,1	-32,5
% du CA	3,5%	12,5%	6,5%	7,4%	7,6%	8,1%	8,1%	8,0%
Cash Flow Libre	35,9	21,5	30,2	19,3	29,4	22,2	29,3	30,2
Cessions d'actifs	0,3	0,3	0,4	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-1,9	-1,2	-4,6	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	-11,6	-13,2	0,0	-16,3	-16,2	-16,9	-17,3
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-66,7	-15,6	-27,7	-88,3	-26,9	-12,0	-24,8	-26,0
Variation dettes financières nettes	-32,4	-6,6	-14,9	-69,0	-13,7	-6,0	-12,4	-13,0
Dettes financières nettes	-192,0	-198,6	-213,5	-282,5	-296,2	-302,2	-314,6	-327,6

Répartition CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



NRJ GROUP

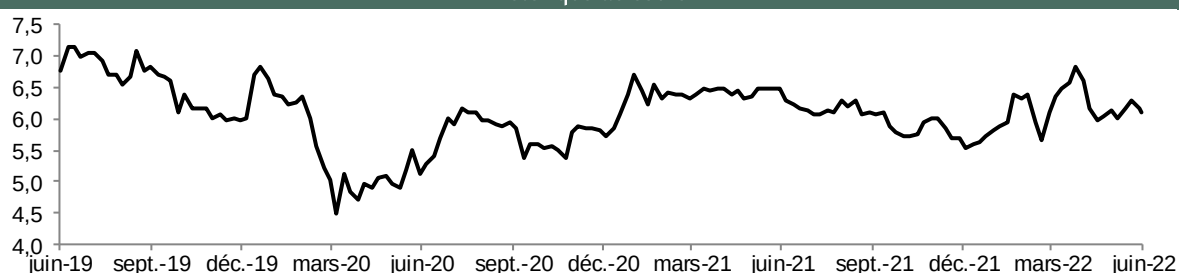
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,26	0,28	0,28	0,52	0,36	0,34	0,34	0,35
var. n/n-1	-40,0%	9,1%	-1,2%	84,1%	-31,0%	-5,8%	2,1%	1,8%
CFPA	0,5	0,6	0,6	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8
ANPA	7,6	7,7	7,8	8,3	8,5	8,6	8,8	8,9
Dividende net (versé en n+1)	0,15	0,17	0,00	0,21	0,21	0,22	0,22	0,23
Payout (%)	57,6%	59,8%	0,0%	40,6%	58,9%	65,0%	65,0%	65,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	5,1%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	6,5%							

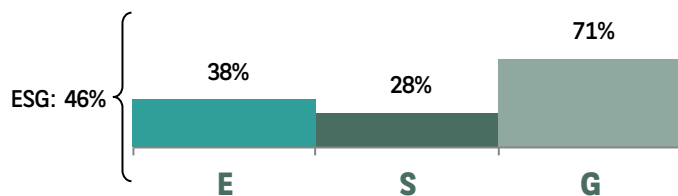
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	40,6	29,6	24,3	10,9	17,3	18,2	17,8	17,5
PCF (x)	21,5	13,2	10,9	13,3	7,5	7,8	7,6	7,5
PAN (x)	1,4	1,1	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
VE/CA (x)	1,7	1,1	0,8	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
VE/EBE (x)	12,5	7,8	4,9	4,2	2,7	2,4	2,2	2,0
VE/ROP (x)	22,5	13,8	10,7	ns	5,0	4,8	4,4	3,9
Free Cash Flow Yield (%)	4,4%	3,3%	5,7%	4,4%	6,2%	4,7%	6,2%	6,4%
Rendement (%)	0,0%	1,8%	2,5%	0,0%	3,4%	3,4%	3,6%	3,7%
Capitalisation (M€)	829,1	656,9	533,5	441,4	482,1	476,5	476,5	476,5
Valeur d'Entreprise (VE)	627,6	446,8	303,6	152,2	180,0	168,3	155,9	142,9
Cours de référence (€)	10,6	8,4	6,8	5,7	6,2	6,1	6,1	6,1
Nb de titres (Mio)	78,418	78,108	78,113	78,113	78,113	78,113	78,113	78,113
Nb de titres corrigé (Mio)	77,462	77,427	77,417	77,376	77,376	77,376	77,376	77,376
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	16/06/2000							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	85,4	90,0	91,7	79,6	76,9	85,4
CA T2	94,0	103,2	100,9	62,0	87,0	
CA S1	179,4	193,2	192,6	141,6	163,9	
ROP S1	8,3	17,0	8,9	-13,4	7,0	
RN pdg corrigé S1	6,1	11,3	3,9	27,4	5,0	
Marge opérationnelle S1	4,6%	8,8%	4,6%	-9,5%	4,3%	
Marge nette S1	3,4%	5,8%	2,0%	19,4%	3,1%	
CA T3	81,0	89,5	86,4	83,0	87,2	
CA T4	107,5	109,6	107,2	100,2	114,0	
CA S2	188,5	199,1	193,6	183,2	201,2	
ROP S2	19,6	15,3	19,4	16,4	29,0	
RN pdg corrigé S2	14,0	10,7	17,9	12,6	22,6	
Marge opérationnelle S2	10,4%	7,7%	10,0%	8,9%	14,4%	
Marge nette S2	7,5%	5,4%	9,2%	6,9%	11,2%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	-0,7%	5,4%	1,9%	-13,2%	-3,4%	11,1%
CA T2	-2,7%	9,8%	-2,2%	-38,6%	40,3%	
CA T3	-1,8%	10,5%	-3,5%	-3,9%	5,1%	
CA T4	2,7%	2,0%	-2,2%	-6,5%	13,8%	
CA S1	-1,8%	7,7%	-0,3%	-26,5%	15,8%	
CA S2	0,7%	5,6%	-2,8%	-5,4%	9,8%	
ROP S1	-65,9%	+/-	-47,7%	+/-	+/-	
ROP S2	6,2%	-21,6%	26,5%	-15,7%	77,3%	

Historique de cours





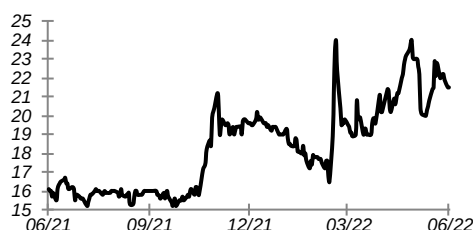
NRJ GROUP

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	9,2	10,2	9,7	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	43%	41%	43%	
Index égalité salariale femmes / hommes	94	93	ND	UES Régions
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	72%	46%	63%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	4,1	2,4	Périmètre France
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	ND	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	8	8	7	
<i>dont indépendants</i>	2	2	2	
<i>dont femmes</i>	4	4	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	92%	96%	96%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	87%	87%	87%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	16	11	13	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	97%	95%	96%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

NSE
Industrie



Cours : 21,50€ 14 Jun 2022

Objectif : 24,00€

ACHETER (1)
Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0004065639 / ALNSE
Reuters / Bloomberg ALNSE.PA / ALNSE FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **72,6**
Flottant (%) 15,5%
Nbre de Titres (Mio) 3,376
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
NSE Participations 58,6%
François Lacoste 5,7%
Fonds PE 20,3%
Public 15,5%

	21	22e	23e
PER	13,2	13,4	12,1
PCF	8,8	8,0	7,3
VE/CA	0,8	0,9	0,8
VE/REX	9,0	9,4	7,9
PAN	1,6	1,8	1,6
Rendement	1,2%	1,0%	1,3%
Free Cash Flow Yield	22,2%	1,6%	11,3%
ROACE	9,2%	22,6%	23,5%

	66,6	70,8	76,0
CA	66,6	70,8	76,0
CA précédent	66,6	70,8	76,0
var. n/n-1	-5,4%	6,3%	7,3%
EBE	8,2	10,5	11,3
ROC	5,8	7,1	7,7
% CA	8,7%	10,0%	10,1%
REX	5,8	7,1	7,7
% CA	8,7%	10,0%	10,1%
RN Pdg publié	4,1	5,1	5,7
% CA	6,1%	7,2%	7,5%

	1,29	1,61	1,78
BNPA	1,29	1,61	1,78
BNPA précédent	1,30	1,62	1,79
var. n/n-1	2,4%	25,2%	10,7%
BNPA Cor	1,29	1,61	1,78
ANPA	10,6	12,0	13,5
Dividende net	0,22	0,28	0,31
DFN	-3,8	-4,1	-10,9

Jeremy Sallée, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30
jeremy.sallee@bnpparibas.com

Préserve un haut niveau de rentabilité

Activité

L'ambition du groupe est d'être un acteur reconnu dans la conception, la réalisation, l'intégration et le support/services dans les domaines de la défense (~53% CA), de l'aéronautique civile (~17% CA) et de l'industrie (~30% CA). NSE maîtrise toute la chaîne de valeurs, de la conception (10% CA 2021 - vision nocturne, enregistreurs de vols, ...) au support (53% CA 2021 - prestation de services pour le compte de constructeurs, équipementiers, systémiers et opérateurs), en passant par l'intégration (39% CA 2021 - réalisation d'équipements sur cahier des charges en réponse à des appels d'offres).

Marché / Concurrence

Le marché de la défense a par le passé souffert dans les pays développés de restrictions budgétaires. A contrario, dans les pays émergents, le marché s'est inscrit en forte croissance, notamment en Inde, pays où le groupe se développe. Notons toutefois que le marché mondial de la défense (1 981 Mds\$ en 2020, source SIPRI Yearbook, Eurostat) est en croissance, pour la 6^e année consécutive, de 2,6% en 2020 et de 9,3% par rapport à 2011. Le conflit ukrainien devrait significativement dynamiser les dépenses militaires en Europe. Le cabinet Alix Partners s'attend en 2022 à une augmentation de +19% du budget de la défense européenne (hypothèse que tous les pays s'alignent sur la cible de 2% du PIB) à 392Mds€ et à 463Mds€ à horizon 2030 soit un TCAM 2021-2030 de +4%.

Stratégie / Perspectives

Après plusieurs années de transition marquées par la réorganisation de la BU Conception (déménagement du site de Cuers), NSE a commencé à dévoiler progressivement tout son potentiel au S2 2018 et en 2019 avec une forte progression de son CA (CA 2019 +14%) et de sa rentabilité (MOC 10,5% +7,5pts). En effet, l'activité 2019 a pleinement bénéficié du travail de réorganisation du groupe et de ses efforts d'internationalisation, notamment sur la BU Intégration et Services (JV NSE TLS au Canada). Malgré l'impact de la crise sanitaire et son exposition significative à l'aéronautique civile, la diversité des métiers du groupe a permis à NSE d'enregistrer un retrait limité de son activité 2020 (-7,4%) et de sa rentabilité. 2021 s'est inscrit dans cette lignée avec le maintien d'un haut niveau de rentabilité malgré le repli de 5% du CA pénalisé par les activités Conception et Intégration (décalages de commandes majeures). Dans un environnement 2022 qui sera encore marqué par plusieurs tensions (approvisionnements, inflation, lenteur du rebond de certains programmes dans l'aéronautique civile), NSE se montre particulièrement confiant et vise 1/ le retour à la croissance et 2/ le maintien d'un haut niveau de rentabilité. NSE devrait également profiter d'un environnement porteur avec la forte augmentation attendue des budgets défense en Europe et la présence de plusieurs appels d'offres significatifs sur l'exercice. La rentabilité devrait quant à elle continuer de bénéficier d'une gestion rigoureuse des charges, du ramp-up de l'international et de la forte contribution des Services.

Valorisation

Notre valorisation repose sur un DCF (24€).

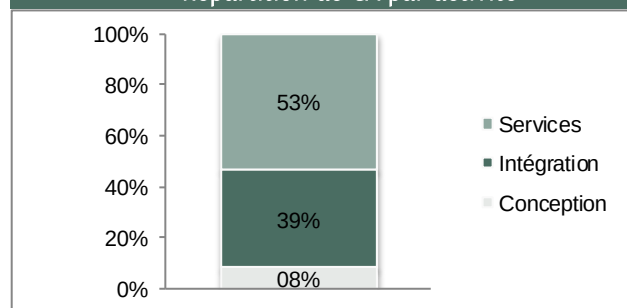
NSE

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	64,1	66,7	76,0	70,4	66,6	70,8	76,0	79,5
var. n/n-1	2,2%	4,1%	14,0%	-7,4%	-5,4%	6,3%	7,3%	4,6%
var. organique	2,1%	4,1%	14,0%	-7,4%	-5,4%	6,3%	7,3%	4,6%
EBE	4,0	5,4	11,2	9,9	8,2	10,5	11,3	11,8
ROC	0,8	2,0	8,0	6,5	5,8	7,1	7,7	8,0
var. n/n-1	-43,9%	+/++	+/++	-18,2%	-10,9%	22,1%	7,8%	4,3%
REX	0,8	2,3	9,4	7,0	5,8	7,1	7,7	8,0
RCAI	-0,1	1,6	9,1	6,4	5,8	7,1	7,7	8,0
IS	0,1	-0,5	-2,9	-2,1	-1,6	-1,9	-1,9	-2,0
RN Pdg publié	0,1	1,1	5,9	4,0	4,1	5,1	5,7	5,9
RN Pdg corrigé	0,1	1,1	5,9	4,0	4,1	5,1	5,7	5,9
var. n/n-1	-91,9%	+/++	+/++	-32,5%	3,3%	25,2%	10,7%	4,3%
Tmva CA 2019 / 2023e	0,0%							
Marge brute (%)	59,1%	60,3%	65,4%	64,6%	69,1%	70,8%	69,9%	69,3%
Marge opérationnelle (%)	1,3%	3,4%	12,4%	9,9%	8,7%	10,0%	10,1%	10,0%
Marge nette (%)	0,1%	1,6%	7,7%	5,6%	6,1%	7,2%	7,5%	7,4%
Taux IS (%)	141,1%	32,6%	32,3%	32,2%	27,9%	27,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	37,1%	35,5%	33,3%	32,6%	37,8%	37,0%	37,0%	37,0%
CA/effectif (K€)	103	109	118	114	124	-	-	-
var. n/n-1	7,0%	5,4%	7,8%	-2,8%	8,2%	-	-	-
Effectif moyen	620	612	647	616	539	-	-	-
var. n/n-1	-4,5%	-1,3%	5,7%	-4,8%	-12,5%	-	-	-

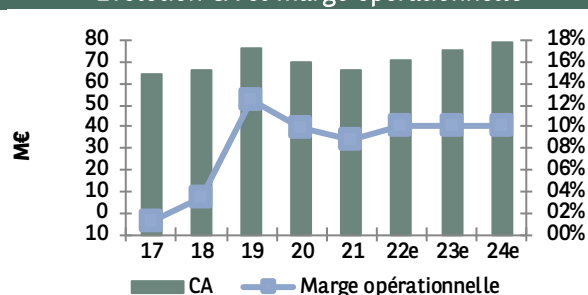
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	19,2	20,2	25,8	29,0	33,7	38,1	42,8	47,7
Dettes financières nettes	11,7	10,1	3,5	3,9	-3,8	-4,1	-10,9	-18,6
Autres	-1,2	-1,2	2,0	2,0	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6
Capitaux investis	30,9	30,3	32,5	36,5	29,4	33,5	31,5	28,7
Immobilisations nettes	15,2	12,4	13,1	12,9	13,8	13,2	11,9	10,4
dont écarts d'acquisition	6,0	4,6	3,7	3,7	4,0	4,0	4,0	4,0
dont financières	2,2	2,1	1,4	1,3	1,6	1,6	1,6	1,6
BFR	17,9	20,0	20,8	24,9	17,2	21,8	21,2	19,9
Actif économique	30,9	30,3	32,5	36,5	29,4	33,5	31,5	28,7
Gearing (%)	57,7%	47,4%	13,0%	12,8%	-11,2%	-10,8%	-25,4%	-38,8%
BFR/CA (%)	27,9%	29,9%	27,3%	35,4%	25,8%	30,8%	27,9%	25,0%
Dettes financières nettes/EBE (x)	3,0	1,9	0,3	0,4	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	0,4%	5,4%	22,7%	13,6%	12,1%	13,4%	13,2%	12,4%
ROACE (%) après IS normé	0,4%	3,4%	13,8%	9,3%	9,2%	22,6%	23,5%	26,5%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	3,0	3,7	11,3	5,2	6,1	8,6	9,4	9,8
Variation BFR	-1,7	-2,4	-2,2	-3,8	8,9	-4,7	0,6	1,3
Investissements industriels	-1,6	-1,0	-1,3	-2,1	-3,1	-2,8	-2,3	-2,4
% du CA	2,5%	1,5%	1,7%	3,0%	4,6%	4,0%	3,0%	3,0%
Cash Flow Libre	-0,3	0,4	7,7	-0,6	12,0	1,1	7,7	8,8
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,7	-0,7	-0,9	-1,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,3	1,3	-1,1	0,9	-3,7	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	0,0	-1,6	-6,6	0,4	-7,7	-0,4	-6,8	-7,7
Dettes financières nettes	11,7	10,1	3,5	3,9	-3,8	-4,1	-10,9	-18,6

Répartition du CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



NSE

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,02	0,35	1,86	1,26	1,29	1,61	1,78	1,86
var. n/n-1	-92,0%	+ / ++	+ / ++	-32,5%	2,4%	25,2%	10,7%	4,3%
CFPA	0,9	1,2	3,6	1,7	1,9	2,7	3,0	3,1
ANPA	6,0	6,4	8,2	9,2	10,6	12,0	13,5	15,0
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,20	0,20	0,22	0,28	0,31	-
Payout (%)	0,0%	0,0%	10,7%	15,9%	17,1%	17,1%	17,1%	-
Tmva BNPA 2019 / 2023e	-1,1%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	-4,7%							

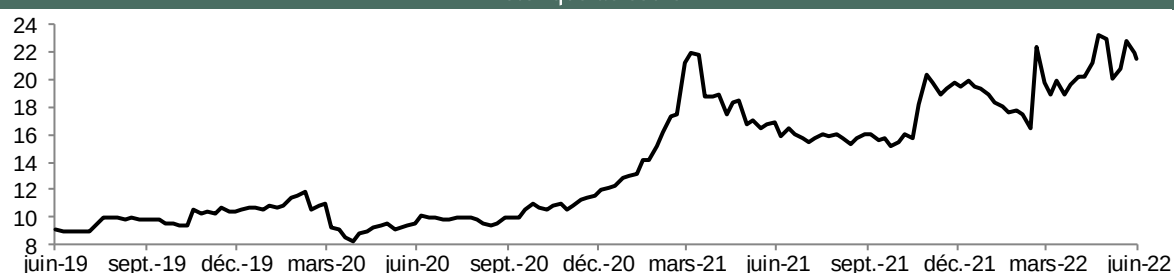
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	25,6	5,1	8,2	13,2	13,4	12,1	11,6
PCF (x)	10,9	7,4	2,6	6,2	8,8	8,0	7,3	7,0
PAN (x)	1,7	1,4	1,1	1,1	1,6	1,8	1,6	1,4
VE/CA (x)	0,7	0,6	0,5	0,6	0,8	0,9	0,8	0,7
VE/EBE (x)	11,5	7,2	3,1	3,9	6,4	6,4	5,3	4,5
VE/REX (x)	ns	17,1	3,7	5,5	9,0	9,4	7,9	6,6
Free Cash Flow Yield (%)	-0,9%	1,3%	26,1%	-1,9%	22,2%	1,6%	11,3%	12,8%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	1,9%	1,2%	1,0%	1,3%	1,4%
Capitalisation (M€)	34,8	29,8	31,8	34,7	57,5	72,6	72,6	72,6
Valeur d'Entreprise (VE)	45,6	39,0	35,1	38,8	52,1	67,0	60,3	52,7
Cours de référence (€)	10,3	8,8	9,4	10,3	17,0	21,5	21,5	21,5
Nb de titres (Mio)	3,376	3,376	3,376	3,376	3,376	3,376	3,376	3,376
Nb de titres corrigé (Mio)	3,201	3,141	3,146	3,148	3,176	3,176	3,176	3,176
% de la dilution	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	25/10/2006							
Cours d'introduction ajusté	-							

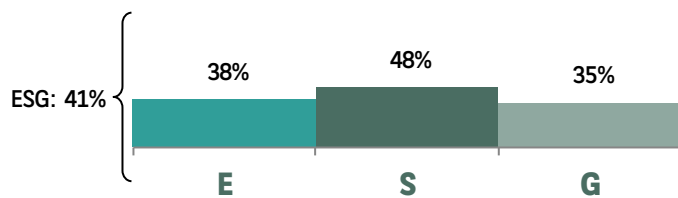
Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA S1	32,2	32,3	35,8	30,6	34,7
REX S1	0,8	0,1	3,8	2,8	3,0
RN pdg corrigé S1	0,3	-0,3	2,3	1,5	2,1
Marge opérationnelle S1	2,4%	0,2%	10,6%	9,3%	8,6%
Marge nette S1	0,9%	-0,8%	6,4%	5,0%	6,0%
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S2	31,9	34,4	40,3	39,8	32,0
REX S2	0,0	2,2	5,6	4,2	2,8
RN pdg corrigé S2	-0,2	1,3	3,6	2,4	2,0
Marge opérationnelle S2	0,1%	6,4%	14,0%	10,4%	8,8%
Marge nette S2	-0,6%	3,9%	8,8%	6,1%	6,3%

Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S1	2,8%	0,3%	10,6%	-14,5%	13,4%
CA S2	1,6%	7,8%	17,2%	-1,1%	-19,8%
REX S1	-81,5%	-90,5%	+ / ++	-25,2%	4,8%
REX S2	- / +	+ / ++	+ / ++	-26,4%	-32,2%

Historique de cours





NSE

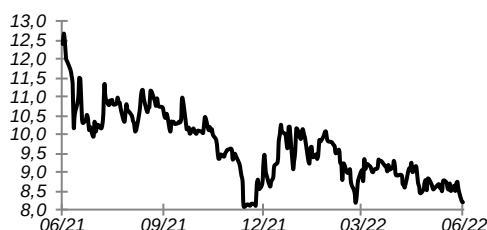
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	43%	42%	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	85	80	84	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	4,8%	4,8%	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	73%	65%	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	8,8%	9,2%	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	9 943	2 616	2 093	
Taux d'absentéisme	3,7%	4,0%	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	10,9	12,2	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	ND	ND	ND	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	3	3	3	
<i>dont indépendants</i>	1	1	1	
<i>dont femmes</i>	1	1	1	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	100%	100%	100%	
Comité d'audit	Non	Non	Non	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Oui	Oui	Oui	
Comité RSE	Non	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	68%	69%	69%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Non	
Déclaration de la rémunération du CEO	Non	Non	Non	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	100%	100%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

ONCODESIGN

Biotech _ Pharma



Cours : 8,20€

14 Juin 2022

Objectif : 16,20€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0011766229 / ALONC
Reuters / Bloomberg ALONC.PA / ALONC FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **56,2**
Flottant (%) 45,6%
Nbre de Titres (Mio) 6,848
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Public 45,6%
Fondateurs 42,5%
Manager 7,1%
Financiers Historiques 4,6%

	21	22e	23e
PER	ns	9,2	6,7
PCF	ns	8,1	5,7
VE/CA	2,5	1,4	1,0
VE/ROP	ns	9,5	6,2
PAN	9,2	3,9	2,5
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-3,0%	10,9%	2,7%
ROACE	ns	27,7%	28,7%

CA	31,3	36,8	49,5
CA précédent	31,3	36,8	49,5
var. n/n-1	22,7%	17,5%	34,5%
EBE	0,6	7,1	10,3
ROC	-0,9	5,3	7,9
% CA	-2,9%	14,3%	15,9%
ROP	-0,9	5,3	7,9
% CA	-2,9%	14,3%	15,9%
RN Pdg publié	-0,3	6,2	8,5
% CA	-0,9%	16,8%	17,1%

BNPA	-0,04	0,89	1,22
BNPA précédent	-0,04	0,82	1,15
var. n/n-1	ns	ns	36,8%
BNPA Cor	-0,04	0,89	1,22
ANPA	1,2	2,1	3,3
Dividende net	0,00	0,00	0,00
DFN	0,8	-5,4	-6,9

Clément Bassat, Analyste Financier
Mohamed Kaabouni

clement.bassat@bnpparibas.com

La Biotech en Bonus

Activité

Oncodesign est une société au modèle hybride combinant une activité CRO préclinique (Contract Research Organization) contribuant pour 80% du CA et une activité Biotech. La BU Service (CRO) répond à l'ensemble des besoins de l'industrie, proposant des études « one shot » comme des contrats de recherches pluriannuels. De son côté la BU Biotech vise à identifier des molécules en early stage pour les porter ensuite jusqu'à la phase clinique et les faire licencier auprès d'une pharma qui se chargera des développements futurs. Dernièrement, la société a lancé la BU Intelligence Artificielle dont l'ambition est d'optimiser le processus de Drug Discovery en substituant une partie des coûteuses recherches vétérinaires « In Vivo » en recherches « In Silico » sur ordinateur.

Marché / Concurrence

D'après un article de Biospace de mars 2022, le marché de la sous-traitance préclinique représente 5,4Md\$ et devrait s'élever à 9,6Md\$ d'ici 2030 (CAGR 7,5%). Dans ce marché à la carte où le client décide quelles étapes externaliser, Oncodesign s'oriente vers davantage de contrats pluriannuels lui apportant récurrence des revenus. Oncodesign a réalisé des prestations pour >800 sociétés telles que Sanofi ou Merck tout en veillant à ne pas devenir dépendant d'un client, le plus important ne représentant pas plus de 10% des revenus du Service en 2021. Concernant la BU Biotech, actuellement deux programmes prioritaires ont terminé leur phase préclinique et d'autres intégreront prochainement le pipeline.

Stratégie / Perspectives

Le modèle hybride à forte coloration CRO génère des cashflows stables, récurrents, et robustes, ce qui permet à Oncodesign d'être rentable, hors 2021 car la société devait compenser l'arrêt d'une subvention annuelle de 7,9M€ (soit 21% des revenus 2020). Ce modèle permet à Oncodesign de vivre de ses revenus sans faire appel au marché pour se refinancer. Seul un placement privé réservé au management et conditionné à l'atteinte d'objectifs à horizon 2024 a eu lieu en 2020 avec un potentiel dilutif de 1%. Sur la BU Service, l'ambition affichée d'Oncodesign est d'atteindre 50M€ de revenus dégageant un EBITDA de 15-20% en 2023 en incluant une acquisition. Concernant la BU Biotech, le premier programme RIPK2 développé en interne porte sur les maladies inflammatoires et sera soutenu par Oncodesign en phase 1. Nous attendons en revanche la levée de l'option clinique du second programme LRRK2 développé avec Servier couronnant le succès de la BU avec sa sortie du pipeline. Fin 2021, le cash brut s'élève à 25,4M€ et la dette financière à 26,3M€, signe que l'entreprise a accès aux financements bancaires ce qui témoigne de la robustesse de ses comptes. Nous attendons, pour les années suivantes, un CA en hausse, tiré par des contrats de services pluriannuels conférant davantage de robustesse aux revenus.

Valorisation

Nous ajustons notre objectif, obtenu par DCF (WACC 10,6% + décote ESG de 10%), de 18€ à 16,2€ et confirmons notre recommandation Acheter (1). Nous attendons un newsflow riche pour la BU Biotech ainsi que des revenus en croissance pour la BU Service.

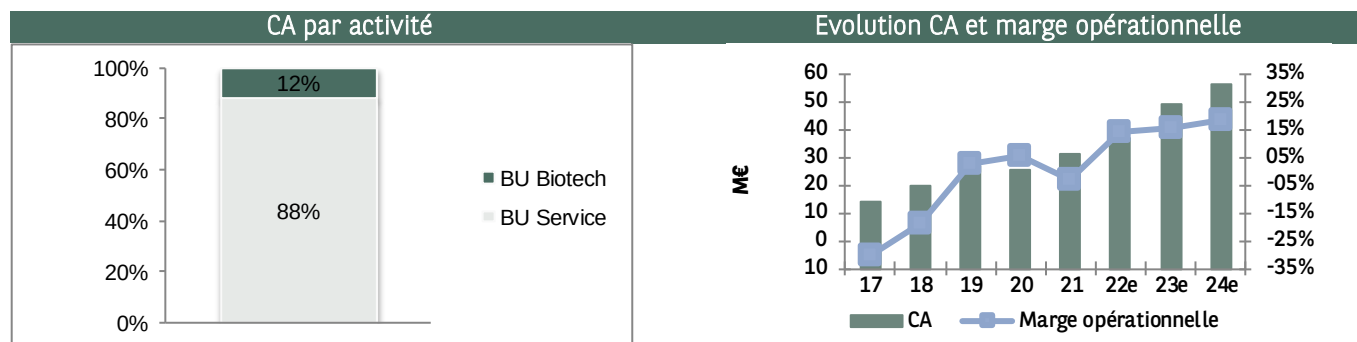
La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 14/06/2022 - 12:12 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

ONCODESIGN

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	14,3	20,1	26,9	25,5	31,3	36,8	49,5	56,6
var. n/n-1	26,9%	40,4%	34,0%	-5,2%	22,7%	17,5%	34,5%	14,5%
var. organique	26,9%	40,4%	34,0%	-5,2%	22,7%	17,5%	34,5%	14,5%
EBE	-2,8	-1,3	3,2	3,3	0,6	7,1	10,3	13,4
ROC	-4,4	-3,8	0,7	1,5	-0,9	5,3	7,9	10,6
var. n/n-1	-/-	-/-	-/+	+/-	+/-	-/+	49,4%	34,2%
ROP	-4,4	-3,8	0,7	1,5	-0,9	5,3	7,9	10,6
RCAI	-4,5	-4,1	0,5	0,9	-1,2	5,8	8,4	11,1
IS	-0,3	0,0	0,3	0,4	0,0	-0,6	-0,9	-1,3
RN Pdg publié	-5,0	-3,1	1,6	2,1	-0,3	6,2	8,5	9,8
RN Pdg corrigé	-5,0	-3,1	1,6	2,1	-0,3	6,2	8,5	9,8
var. n/n-1	+/-	-/-	-/+	29,5%	+/-	-/+	36,8%	16,0%
Tmva CA 2019 / 2023e	16,4%							
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	-30,5%	-19,0%	2,5%	5,8%	-2,9%	14,3%	15,9%	18,7%
Marge nette (%)	-35,0%	-15,7%	6,0%	8,2%	-0,9%	16,8%	17,1%	17,3%
Taux IS (%)	-5,7%	0,0%	-54,7%	-42,4%	3,7%	10,3%	11,0%	11,4%
Frais de personnel / CA (%)	90,0%	79,6%	67,1%	68,6%	57,2%	45,0%	45,0%	41,0%
CA/effectif (K€)	87	89	115	107	133	156	210	240
var. n/n-1	-24,9%	2,6%	28,3%	-6,4%	23,8%	17,2%	34,5%	14,5%
Effectif moyen	164	225	235	238	236	236	236	236
var. n/n-1	69,1%	36,9%	4,5%	1,3%	-0,8%	0,2%	0,0%	0,0%

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	8,0	4,8	6,3	8,9	8,5	14,7	23,1	32,9
Dettes financières nettes	1,8	3,3	5,5	-1,4	0,8	-5,4	-6,9	-15,1
Autres	8,9	8,0	7,5	6,9	5,7	5,7	5,7	5,7
Capitaux investis	16,6	12,6	13,8	15,6	14,0	20,1	28,6	38,4
Immobilisations nettes	16,6	16,2	16,0	15,8	16,8	18,9	20,3	20,4
dont écarts d'acquisition	2,5	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
dont financières	0,3	0,2	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
BFR	2,1	0,0	3,8	-1,0	-1,2	-3,3	2,2	3,7
Actif économique	16,6	12,6	13,8	15,6	14,0	20,1	28,6	38,4
Gearing (%)	22,8%	71,6%	87,4%	-15,9%	9,7%	-37,1%	-30,1%	-46,1%
BFR/CA (%)	14,9%	0,0%	14,0%	-3,8%	-3,8%	-8,9%	4,4%	6,6%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	1,7	ns	1,3	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	ns	25,7%	23,8%	ns	42,2%	36,6%	29,8%
ROACE (%) après IS normé	ns	ns	8,6%	15,2%	ns	27,7%	28,7%	27,9%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-3,0	-1,9	3,2	2,7	0,3	7,0	9,9	12,6
Variation BFR	-3,1	1,8	-3,6	5,2	0,3	2,1	-5,5	-1,5
Investissements industriels	-4,2	-2,7	-2,1	-2,2	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9
% du CA	29,1%	13,3%	7,9%	8,7%	9,4%	8,0%	5,9%	5,2%
Cash Flow Libre	-10,3	-2,7	-2,5	5,7	-2,3	6,2	1,5	8,2
Cessions d'actifs	0,0	1,2	0,2	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,1	0,0	0,1	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	10,1	1,5	2,2	-6,8	2,2	-6,2	-1,5	-8,2
Dettes financières nettes	1,8	3,3	5,5	-1,4	0,8	-5,4	-6,9	-15,1



ONCODESIGN

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-0,73	-0,46	0,24	0,31	-0,04	0,89	1,22	1,42
var. n/n-1	+/-	- -/-	-/+	28,9%	+/-	-/+	36,8%	16,0%
CFPA	-0,4	-0,3	0,5	0,4	0,0	1,0	1,4	1,8
ANPA	1,2	0,7	0,9	1,3	1,2	2,1	3,3	4,8
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	50,5%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	31,8%							

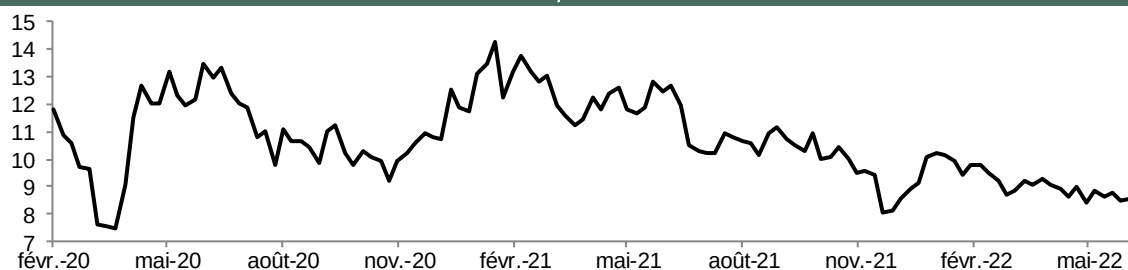
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	-	-	-	35,6	ns	9,2	6,7	5,8
PCF (x)	-	-	-	28,0	ns	8,1	5,7	4,5
PAN (x)	-	-	-	8,4	9,2	3,9	2,5	1,7
VE/CA (x)	-	-	-	2,9	2,5	1,4	1,0	0,7
VE/EBE (x)	-	-	-	21,8	ns	7,0	4,7	3,0
VE/ROP (x)	-	-	-	ns	ns	9,5	6,2	3,8
Free Cash Flow Yield (%)	-	-	-	7,6%	-3,0%	10,9%	2,7%	14,4%
Rendement (%)	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	-	-	-	74,8	76,8	56,2	56,2	56,2
Valeur d'Entreprise (VE)	-	-	-	72,8	76,8	49,9	48,4	40,2
Cours de référence (€)	-	-	-	10,9	11,2	8,2	8,2	8,2
Nb de titres (Mio)	6,818	6,818	6,818	6,848	6,848	6,848	6,848	6,848
Nb de titres corrigé (Mio)	6,818	6,818	6,818	6,848	6,926	6,926	6,926	6,926
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Date d'introduction	27/03/2014							
Cours d'introduction ajusté	-							

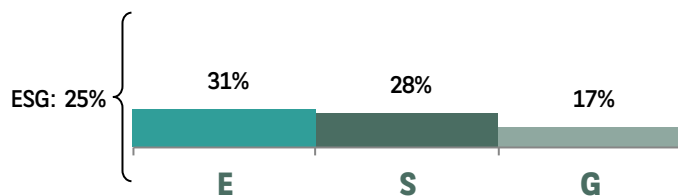
Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22	23	24
CA T1	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S1	5,8	9,2	14,1	11,8	15,9			
ROP S1	-2,2	-3,5	0,5	-0,3	-0,6			
RN pdg corrigé S1	-1,9	-3,4	0,7	0,0	0,0			
Marge opérationnelle S1	-37,6%	-38,2%	3,6%	-2,7%	-4,1%			
Marge nette S1	-32,0%	-37,0%	5,2%	0,3%	0,0%			
CA T3								
CA T4								
CA S2	8,5	10,8	12,8	13,7	15,4			
ROP S2	-2,2	-0,3	0,2	1,8	-0,3			
RN pdg corrigé S2	-3,1	0,3	0,9	2,1	-0,3			
Marge opérationnelle S2	-25,6%	-2,6%	1,2%	13,1%	-1,7%			
Marge nette S2	-37,1%	2,5%	7,0%	15,1%	-1,9%			

Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S1	1,4%	58,8%	52,6%	-16,2%	34,4%			
CA S2	53,5%	27,8%	18,1%	6,9%	12,7%			
ROP S1	- -/-	-/-	-/+	+/-	+/+			
ROP S2	+/-	- -/-	-/+	+/+	+/-			

Historique de cours





ONCODESIGN

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	76	84	85	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	ND	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	Middledenext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	4	4	4	
<i>dont indépendants</i>	1	1	1	
<i>dont femmes</i>	2	2	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Non	Non	Non	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	43%	42%	42%	Fondateurs
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Non	
Déclaration de la rémunération du CEO	Non	Non	Non	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

ORPEA

Santé



Cours : 20,75€ 14 Jun 2022

Objectif : 36,40€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique FR0000184798 / ORP
Reuters / Bloomberg ORP.PA / ORP FP
Indice CAC Mid 60
Eligibilité PEA-PME Non

Euronext

Capitalisation (M€) **1 342,4**
Flottant (%) 66,8%
Nbre de Titres (Mio) 64,693
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat

CPPIB 14,6%
Famille Marian 7,0%
FFP Invest 6,3%
Sofina 5,3%

	20	21e	22e
PER	43,8	5,0	5,7
PCF	8,9	1,7	1,8
VE/CA	3,4	2,0	2,0
VE/ROP	28,4	15,5	17,6
PAN	2,0	0,4	0,4
Rendement	0,0%	4,3%	6,3%
Free Cash Flow Yield	0,4%	2,5%	27,6%
ROACE	2,7%	3,2%	2,8%

CA	3 922,4	4 284,8	4 497,3
CA précédent	3 922,4	4 284,8	4 406,2
var. n/n-1	4,9%	9,2%	5,0%
EBE	926,5	1 063,5	1 017,3
ROC	422,9	527,9	477,6
% CA	10,8%	12,3%	10,6%
ROP	467,0	552,9	502,6
% CA	11,9%	12,9%	11,2%
RN Pdg publié	158,6	275,3	243,0
% CA	4,0%	6,4%	5,4%

BNPA	2,37	4,11	3,63
BNPA précédent	2,37	4,11	3,51
var. n/n-1	-31,5%	73,6%	-11,7%
BNPA Cor	2,37	4,11	3,63
ANPA	52,2	49,8	46,9
Dividende net	0,90	1,30	1,40

DFN	6 553,6	7 252,3	7 509,3

Toujours dans la tourmente

Activité

Orpéa est un des leaders européens de la prise en charge globale de la dépendance en établissement (maisons de retraite, EHPAD, cliniques de soins de suite et de réadaptation...). Le groupe est présent dans 23 pays à travers son réseau de 1 114 établissements pour 111 801 lits, dont 65% sont basés à l'international.

Marché / Concurrence

Le marché de la prise en charge de la dépendance est un marché relativement jeune (20/30 ans) qui jouit de facteurs structurellement porteurs : 1/ progression constante de la demande liée au vieillissement de la population et à la part grandissante des personnes âgées en situation de dépendance (+50% d'ici 2040 en France et 2030 en Europe selon l'Insee), 2/ inadéquation de l'offre existante (capacités d'accueil insuffisantes et en partie inadéquates) et 3/ prise de conscience collective des enjeux relatifs à la dépendance. Le business model du secteur privé commercial est remis en cause depuis la publication du livre-enquête « Les Fossoyeurs » visant Orpéa. Si sa nationalisation semble improbable (reconstruction du parc bien trop conséquente pour les seuls pouvoirs publics : c.300k lits, soit la moitié du parc français pour une enveloppe estimée jusqu'à 40Mds€), une refonte du système et à un accroissement de la réglementation (voir la création d'un organisme de contrôle indépendant) semblent inévitables.

Stratégie / Perspectives

Suite à la publication fin janvier du livre-enquête « Les Fossoyeurs », le groupe a fait l'objet d'enquêtes administratives conduites à la demande du Gouvernement par l'Inspection Générale des Affaires Sociales (IGAS) et l'Inspection Générale des Finances (IGF). Le procureur de la République a ensuite été saisi pour les faits relatifs aux pratiques financières du groupe et afin que des poursuites judiciaires puissent, le cas échéant, être diligentées. L'environnement médiatico-judiciaire (class action, climat social dégradé avec de nombreux appels à la grève, révélations de presse sur de possibles irrégularités financières liées à des circuits financiers opaques impliquant d'anciens dirigeants, perquisitions...) met le titre sous pression depuis plus de quatre mois. Le nouveau DG (Laurent Guillot, ex-Saint-Gobain) prendra ses fonctions le 1^{er} juillet et présentera son plan de transformation courant S2 2022. Dans cette optique, Orpéa vient de procéder à une refonte de sa stratégie de financement (1/ Obtention, dans le cadre d'une procédure de conciliation, d'un crédit syndiqué d'1,7Md€ auprès des principaux partenaires bancaires et 2/ Lancement d'un programme de cessions d'actifs pour un montant d'au moins 3Mds€ d'ici fin 2025, dont 1Md€ de cessions d'actifs d'ici fin 2023) afin de faire face aux investissements importants engagés pour le développement du parc immobilier (900M€/an sur 2022-23) et aux échéances de dette significatives (dont c.850M€ au S2).

Valorisation

Objectif de 38,3€/action (méthode OpCo / PropCo) auquel nous appliquons une décote ESG de -5% (correspondant à une notation PZP comprise entre 30-40%). À ce stade, nous ne retenons pas la méthode de valorisation par les DCF car le manque de visibilité laisse place à de trop nombreuses incertitudes dans l'exercice de projections.

Gaétan Calabro, Analyste Financier
+33 (0)2 40 44 94 68
gaetan.calabro@bnpparibas.com

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 14/06/2022 - 12:05 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

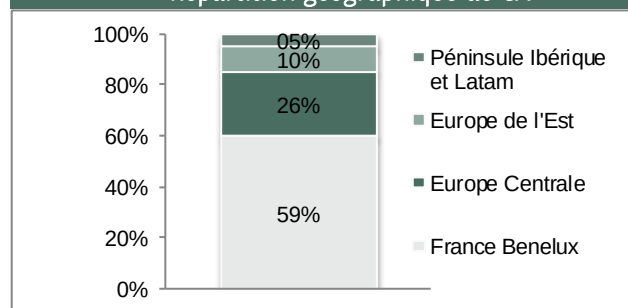
ORPEA

Exploitation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
CA	2 841,2	3 138,2	3 419,8	3 740,2	3 922,4	4 284,8	4 497,3	4 822,1
var. n/n-1	18,8%	10,5%	9,0%	9,4%	4,9%	9,2%	5,0%	7,2%
var. organique	6,0%	5,4%	5,0%	4,7%	-0,2%	5,1%	2,6%	5,0%
EBE	474,5	547,7	603,6	949,5	926,5	1 063,5	1 017,3	1 114,9
ROC	348,1	394,4	427,7	503,8	422,9	527,9	477,6	548,3
var. n/n-1	14,7%	13,3%	8,5%	17,8%	-16,1%	24,8%	-9,5%	14,8%
ROP	371,0	413,4	445,6	540,8	467,0	552,9	502,6	573,3
RCAI	257,6	262,7	309,4	325,9	210,3	365,0	321,9	386,9
IS	-5,0	-53,3	-95,3	-98,6	-52,6	-91,3	-80,5	-96,7
RN Pdg publié	256,5	213,8	221,8	231,5	158,6	275,3	243,0	291,7
RN Pdg corrigé	256,5	213,8	221,8	231,5	158,6	275,3	243,0	291,7
var. n/n-1	+/+	-16,6%	3,7%	4,4%	-31,5%	73,6%	-11,7%	20,1%
Tmva CA 2018 / 2022e	7,1%	-	-	-	-	-	-	-
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	13,1%	13,2%	13,0%	14,5%	11,9%	12,9%	11,2%	11,9%
Marge nette (%)	9,0%	6,8%	6,5%	6,2%	4,0%	6,4%	5,4%	6,1%
Taux IS (%)	1,9%	20,3%	30,8%	30,3%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	51,6%	52,2%	52,7%	52,9%	56,4%	53,2%	55,6%	55,1%
CA/effectif (K€)	58	58	57	57	57	-	-	-
var. n/n-1	5,6%	0,6%	-1,2%	-0,5%	-0,3%	-	-	-
Effectif moyen	49 200	54 033	59 571	65 511	68 891	-	-	-
var. n/n-1	12,4%	9,8%	10,2%	10,0%	5,2%	-	-	-

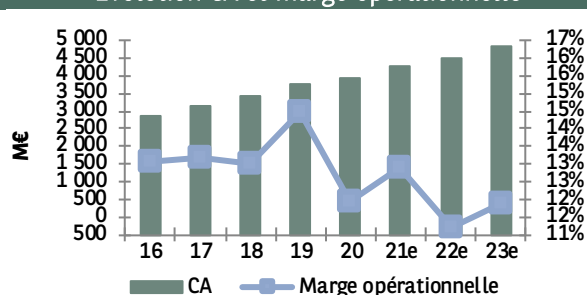
Bilan	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Fonds propres Pdg	2 075,8	2 715,2	2 969,3	3 014,0	3 495,1	3 336,5	3 139,0	2 983,8
Dettes financières nettes	3 894,7	4 476,4	5 228,2	5 934,7	6 553,6	7 252,3	7 509,3	7 715,8
Autres	882,1	914,4	965,1	933,0	1 366,0	1 366,0	1 366,0	1 366,0
Capitaux investis	6 852,8	8 106,1	9 163,9	9 878,8	11 409,6	11 950,4	12 010,7	12 062,7
Immobilisations nettes	7 221,3	8 387,4	9 510,3	12 840,2	15 106,3	15 620,7	15 731,1	15 814,5
dont écarts d'acquisition	323,0	323,0	323,0	323,0	323,0	323,0	323,0	323,0
dont financières	134,9	187,1	196,7	321,2	394,1	394,1	394,1	394,1
BFR	-233,5	-94,2	-149,7	-2 640,2	-3 302,6	-3 276,3	-3 326,3	-3 357,6
Actif économique	6 852,8	8 106,1	9 163,9	9 878,8	11 409,6	11 950,4	12 010,7	12 062,7
Gearing (%)	187,6%	164,9%	176,0%	197,1%	187,8%	217,7%	239,5%	258,8%
BFR/CA (%)	-8,2%	-3,0%	-4,4%	-70,6%	-84,2%	-76,5%	-74,0%	-69,6%
Dettes financières nettes/EBE (x)	8,2	8,2	8,7	6,3	7,1	6,8	7,4	6,9
ROE (%)	12,4%	7,9%	7,5%	7,7%	4,5%	8,3%	7,7%	9,8%
ROACE (%) après IS normé	5,0%	4,0%	3,3%	3,4%	2,7%	3,2%	2,8%	3,3%

Financement	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Cash Flow	386,2	432,1	455,1	837,5	780,6	811,7	783,4	859,1
Variation BFR	-39,5	-34,2	-40,0	-67,0	-2,9	-26,4	50,0	31,3
Investissements industriels	-795,0	-934,0	-718,7	-718,1	-750,7	-750,0	-450,0	-450,0
% du CA	28,0%	29,8%	21,0%	19,2%	19,1%	17,5%	10,0%	9,3%
Cash Flow Libre	-448,3	-536,1	-303,6	52,3	27,1	35,3	383,4	440,4
Cessions d'actifs	139,4	31,2	23,3	16,0	231,7	200,0	250,0	250,0
Investissements financiers	-130,9	-164,7	-264,3	-276,2	-494,4	-500,0	-450,0	-450,0
Dividendes	-54,2	-60,5	-71,0	-77,5	0,0	-84,0	-90,5	-96,9
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-113,4	148,5	-136,2	-421,2	-383,2	-350,0	-350,0	-350,0
Variation dettes financières nettes	607,4	581,7	751,8	706,5	618,9	698,7	257,0	206,5
Dettes financières nettes	3 894,7	4 476,4	5 228,2	5 934,7	6 553,6	7 252,3	7 509,3	7 715,8

Répartition géographique du CA



Evolution CA et marge opérationnelle



ORPEA

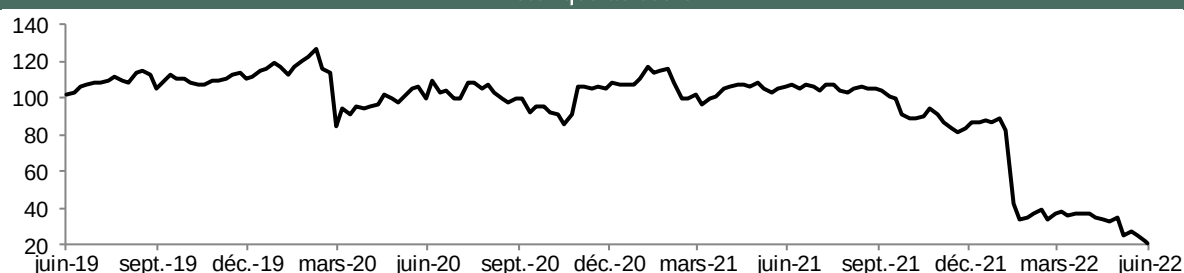
Données par action	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
BNPA	4,26	3,47	3,43	3,46	2,37	4,11	3,63	4,36
var. n/n-1	+ / ++	-18,6%	-1,0%	0,7%	-31,5%	73,6%	-11,7%	20,1%
CFPA	6,4	7,0	7,0	12,5	11,7	12,1	11,7	12,8
ANPA	34,5	44,1	46,0	45,0	52,2	49,8	46,9	44,6
Dividende net (versé en n+1)	1,00	1,10	1,20	0,00	0,90	1,30	1,40	1,50
Payout (%)	23,5%	31,7%	34,9%	0,0%	38,0%	31,6%	38,6%	34,4%
Tmva BNPA 2018 / 2022e	1,4%							
Tmva CFPA 2018 / 2022e	13,5%							

Valorisation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
PER (x)	17,5	27,3	30,9	30,4	43,8	5,0	5,7	4,8
PCF (x)	11,6	13,5	15,1	8,4	8,9	1,7	1,8	1,6
PAN (x)	2,2	2,1	2,3	2,3	2,0	0,4	0,4	0,5
VE/CA (x)	3,0	3,3	3,5	3,4	3,4	2,0	2,0	1,9
VE/EBE (x)	17,7	18,8	20,0	13,4	14,3	8,1	8,7	8,1
VE/ROPE (x)	22,6	24,9	27,1	23,5	28,4	15,5	17,6	15,8
Free Cash Flow Yield (%)	-10,0%	-9,2%	-4,4%	0,7%	0,4%	2,5%	27,6%	31,7%
Rendement (%)	1,2%	1,1%	1,0%	1,1%	0,0%	4,3%	6,3%	6,7%
Capitalisation (M€)	4 490,8	5 825,1	6 862,0	6 799,6	6 702,0	1 340,7	1 340,7	1 340,7
Valeur d'Entreprise (VE)	8 385,7	10 301,7	12 091,5	12 731,3	13 250,4	8 588,5	8 846,3	9 053,6
Cours de référence (€)	74,6	94,6	106,3	105,2	103,7	20,8	20,8	20,8
Nb de titres (Mio)	60,183	61,581	64,581	64,612	64,612	64,612	64,612	64,612
Nb de titres corrigé (Mio)	60,173	61,627	64,578	66,954	66,954	66,954	66,954	66,954
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Date d'introduction	16/04/2002							
Cours d'introduction ajusté	6,1 €							

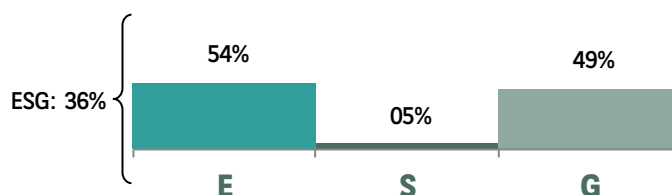
Données intermédiaires	16	17	18	19	20	21	22	23
CA T1	680,5	751,7	832,1	909,9	981,0	1 027,3	1 120,0	-
CA T2	700,4	774,1	846,8	930,3	923,2	1 042,0	-	-
CA S1	1 380,9	1 525,7	1 679,0	1 840,6	1 904,2	2 069,3	-	-
ROP S1	168,1	201,8	217,9	259,5	212,1	242,3	-	-
RN pdg corrigé S1	168,1	59,3	108,6	114,7	71,5	101,9	-	-
Marge opérationnelle S1	12,2%	13,2%	13,0%	14,1%	11,1%	11,7%	-	-
Marge nette S1	12,2%	3,9%	6,5%	6,2%	3,8%	4,9%	-	-
CA T3	724,6	796,9	865,0	944,0	1 002,0	1 110,4	-	-
CA T4	736,6	815,5	874,9	955,9	1 017,0	1 105,4	-	-
CA S2	1 461,2	1 612,4	1 739,9	1 899,6	2 018,2	2 215,8	-	-
ROP S2	202,9	211,6	227,6	281,3	254,9	310,6	-	-
RN pdg corrigé S2	88,3	154,5	113,2	116,9	87,1	173,4	-	-
Marge opérationnelle S2	13,9%	13,1%	13,1%	14,8%	12,6%	14,0%	-	-
Marge nette S2	6,0%	9,6%	6,5%	6,2%	4,3%	7,8%	-	-

Taux de croissance (n/n-1)								
CA T1	26,5%	10,5%	10,7%	9,3%	7,8%	4,7%	9,0%	-
CA T2	19,7%	10,5%	9,4%	9,9%	-0,8%	12,9%	-	-
CA T3	16,8%	10,0%	8,5%	9,1%	6,1%	10,8%	-	-
CA T4	13,3%	10,7%	7,3%	9,3%	6,4%	8,7%	-	-
CA S1	23,0%	10,5%	10,0%	9,6%	3,5%	8,7%	-	-
CA S2	15,0%	10,3%	7,9%	9,2%	6,2%	9,8%	-	-
ROP S1	11,0%	20,0%	8,0%	19,1%	-18,3%	14,3%	-	-
ROP S2	18,2%	4,3%	7,6%	23,6%	-9,4%	21,8%	-	-

Historique de cours



ORPEA



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2018	2019	2020	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	0,0	0,0	0,0	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Oui	DEU
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2018	2019	2020	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	83%	83%	82%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	1	1	Pour l'UES ORPEA (et 79% pour la SAS CLINEA).
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	1,0%	1,5%	2,1%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	26%	23%	20%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	8,0%	8,0%	9,0%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	36,2	33,8	37,9	Impact covid 2020.
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2018	2019	2020	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	Afep-Medef
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	11	11	13	
<i>dont indépendants</i>	9	9	10	
<i>dont femmes</i>	4	4	5	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	97%	95%	96%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Oui	Risque Cyber identifié comme matériel. Rapports réguliers (4 par an) par le Directeur de l'Audit Interne et le Directeur Général auprès du Comité d'Audit.
Comité RSE	Non	Non	Oui	Constitué le 26/01/2021.
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	22%	22%	23%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	77	80	73	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2018	2019	2020	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	100%	96%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

PHARMING GROUP

Biotech _ Pharma



Cours : 0,69€

14 Juin 2022

Objectif : 1,70€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext Amsterdam
ISIN / Mnémonique NL0010391025 / PHARM
Reuters / Bloomberg PHAR.AS / PHARM:NA
Indice AEX All-Share
Éligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) 501,5
Flottant (%) 98,2%
Nbre de Titres (Mio) 648,749
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Fidelity Management & Research Cc 3,2%
Polar Capital 5,0%
FMR Co., Inc 2,9%
Hageman G J 2,4%

	21	22e	23e
PER	ns	6,6	3,8
PCF	20,8	5,3	3,5
VE/CA	3,0	1,7	0,9
VE/ROP	ns	5,5	2,6
PAN	3,2	1,8	1,2
Rendement	730,1%	905,6%	905,6%
Free Cash Flow Yield	1,4%	10,9%	24,2%
ROACE	13,2%	55,4%	91,6%

	198,9	225,5	268,6
CA			
var. n/n-1	7,1%	13,4%	19,1%
EBE	33,2	78,6	102,2
ROC	13,6	71,8	94,2
% CA	6,8%	31,8%	35,1%
ROP	13,6	71,8	94,2
% CA	6,8%	31,8%	35,1%
RN Pdg publié	0,0	75,6	131,5
% CA	0,0%	33,5%	49,0%

	0,00	0,12	0,20
BNPA			
var. n/n-1	-	ns	73,9%
BNPA Cor	0,00	0,12	0,20
ANPA	0,3	0,4	0,6
Dividende net	7,00	7,00	0,00
DFN	-30,2	-107,8	-252,2

Mohamed Kaabouni, Analyste Financier
+33 (0)2 40 44 94 10
mohamed.kaabouni@bnpparibas.com

À la conquête de nouveaux relais de croissance

Activité

Pharming Group est une société de biotechnologie néerlandaise qui développe et commercialise des protéines thérapeutiques pour le traitement de maladies rares. Rentable, la société a déjà un médicament commercialisé aux US, en Europe, Israël et Corée du Sud dans le traitement de crise de l'angioedème héréditaire (AOH), le Ruconest®. Pharming vise également à étendre ses indications sur d'autres pathologies avec un marché potentiel plus important. L'entreprise dispose de deux autres candidats médicaments dans les maladies de Fabry et de Pompe. Enfin, Pharming a acquis récemment la licence de commercialisation du CDZ173 auprès de Novartis dans une pathologie ultra-rare : le syndrome de PI3K-delta activé.

Marché / Concurrence

Pharming fait face à des concurrents disposant d'une plus grande force de frappe. Shire en est l'exemple et domine le marché de l'AOH (~2/3 de PDM). Pour autant, après des années de R&D (société créée en 1988) et de ventes indirectes infructueuses, Pharming a fait une percée depuis 2017, après avoir repris les droits commerciaux du Ruconest® aux États-Unis et dans certains pays en Europe. Le CA est ainsi passé de 16M€ en 2016 à 186M€ en 2020. Pharming s'appuie notamment sur un process de fabrication à la fois plus fiable et plus économique que ses concurrents.

Stratégie / Perspectives

Alors que ses principaux concurrents se concentrent sur le traitement prophylactique de l'AOH, la société occupe progressivement le segment du traitement des crises. Pharming signe de nouveau une année de croissance avec des ventes de Ruconest® en hausse de 7% à 199M€. La société continue de structurer sa force commerciale autour de ce dernier. En 2021, la société a notamment conclu des accords de distribution avec la société NewBridge Pharmaceutical pour les territoires Afrique du Nord et Moyen Orient. Par ailleurs, ce dernier a également obtenu le remboursement en Espagne. À ce titre, nous tablons sur des ventes de Ruconest® en croissance de 13% à 225M€ en 2022. Ces dernières vont être rapidement renforcées par les premières ventes de Leniolisib qui devraient être enregistrées dès 2023. En effet, la société a publié des résultats satisfaisants de phase II/III chez les patients atteints de la maladie rare ADPS. Le produit dont la licence a été acquise fin 2019 auprès de Novartis entre en phase réglementaire et devrait très probablement obtenir l'AMM dès le T1 2023 du fait de son statut Fast Track aux USA et PRIME en Europe. Rappelons que nous anticipons un pic de ventes autour de 100M€ en 2031 pour ce produit. Les guidances 2022 de la société restent centrées sur l'activité commerciale en priorité avec 1/ la poursuite de la croissance des ventes de Ruconest® sous l'impulsion des États-Unis et de l'expansion des opérations de l'UE et 2/ une volonté réaffirmée de faire l'acquisition de nouveaux produits commercialisables tels que Ruconest® et Leniolisib.

Valorisation

DCF + rNPV

Nous ajustons notre objectif de cours à 1,7€ pour prendre en compte une *likelihood* de 95% pour Leniolisib ainsi qu'une décote de 5% du TP liée à notre barème ESG.

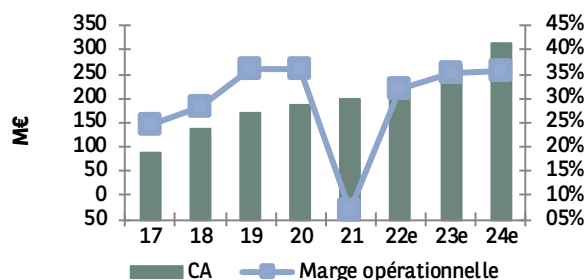
PHARMING GROUP

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	89,6	135,1	169,0	185,7	198,9	225,5	268,6	315,2
var. n/n-1	+/++	50,8%	25,1%	9,9%	7,1%	13,4%	19,1%	17,3%
var. organique	464,6%	50,8%	25,1%	9,9%	7,1%	13,4%	19,1%	17,3%
EBE	25,3	44,5	66,1	74,0	33,2	78,6	102,2	122,4
ROC	21,9	38,0	60,9	66,7	13,6	71,8	94,2	112,9
var. n/n-1	-/+	73,3%	60,4%	9,6%	-79,7%	+/++	31,1%	19,9%
ROP	21,9	38,0	60,9	66,7	13,6	71,8	94,2	112,9
RCAI	-89,4	0,8	46,5	38,3	22,4	99,5	173,1	196,6
IS	9,4	24,1	-10,5	-5,6	-7,1	-23,9	-41,5	-47,2
RN Pdg publié	-80,0	0,0	0,0	0,0	0,0	75,6	131,5	149,4
RN Pdg corrigé	-80,0	0,0	0,0	0,0	0,0	75,6	131,5	149,4
var. n/n-1	+/++	-100,0%	-	-	-	+/++	73,9%	13,6%
Tmva CA 2019 / 2023e	12,3%							
Marge brute (%)	86,1%	83,6%	87,4%	88,9%	89,4%	84,0%	84,8%	85,6%
Marge opérationnelle (%)	24,4%	28,1%	36,0%	35,9%	6,8%	31,8%	35,1%	35,8%
Marge nette (%)	ns	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	33,5%	49,0%	47,4%
Taux IS (%)	10,6%	-2900,1%	22,6%	14,5%	31,6%	24,0%	24,0%	24,0%
Frais de personnel / CA (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
CA/effectif (K€)	597	-	-	-	-	-	-	-
var. n/n-1	+/++	-	-	-	-	-	-	-
Effectif moyen	150	-	-	-	-	-	-	-
var. n/n-1	48,5%	-	-	-	-	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	18,8	61,8	104,7	149,4	192,9	273,3	409,5	563,7
Dettes financières nettes	33,2	-5,6	-14,1	-35,0	-30,2	-107,8	-252,2	-417,9
Autres	15,2	11,2	-7,2	-20,1	-50,9	-77,7	-77,7	-77,7
Capitaux investis	67,3	67,4	83,3	94,2	111,9	85,1	71,2	57,1
Immobilisations nettes	77,9	99,1	121,7	127,2	148,1	159,0	143,4	128,3
dont écarts d'acquisition	-	-	-	-	-	-	-	-
dont financières	13,1	38,3	42,3	40,7	51,0	77,9	77,9	77,9
BFR	2,4	6,5	4,0	7,6	14,8	4,0	5,7	6,7
Actif économique	67,3	67,4	83,3	94,2	111,9	85,1	71,2	57,1
Gearing (%)	176,7%	-9,1%	-13,5%	-23,5%	-15,6%	-39,4%	-61,6%	-74,1%
BFR/CA (%)	2,7%	4,8%	2,3%	4,1%	7,5%	1,8%	2,1%	2,1%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,3	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	27,7%	32,1%	26,5%
ROACE (%) après IS normé	26,8%	56,4%	80,8%	75,2%	13,2%	55,4%	91,6%	133,7%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-65,4	27,3	41,9	37,3	30,0	94,5	141,7	165,1
Variation BFR	11,1	-4,1	0,7	-2,6	-5,0	10,8	-1,7	-1,0
Investissements industriels	-6,0	-3,8	-22,7	-13,4	-16,7	-9,0	-10,7	-12,6
% du CA	6,7%	2,8%	13,4%	7,2%	8,4%	4,0%	4,0%	4,0%
Cash Flow Libre	-71,5	23,6	16,6	23,7	8,6	54,6	121,5	142,7
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	-2,5	-0,3	-4,6	-26,9	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	6,8	10,5	2,8	2,4	4,7	4,7	4,7	4,7
Autres	80,1	4,7	-10,9	-5,2	-18,2	-18,2	-18,2	-18,2
Variation dettes financières nettes	-15,5	-38,8	-8,5	-20,9	4,9	-77,6	-144,5	-165,6
Dettes financières nettes	33,2	-5,6	-14,1	-35,0	-30,2	-107,8	-252,2	-417,9

Evolution CA et marge opérationnelle



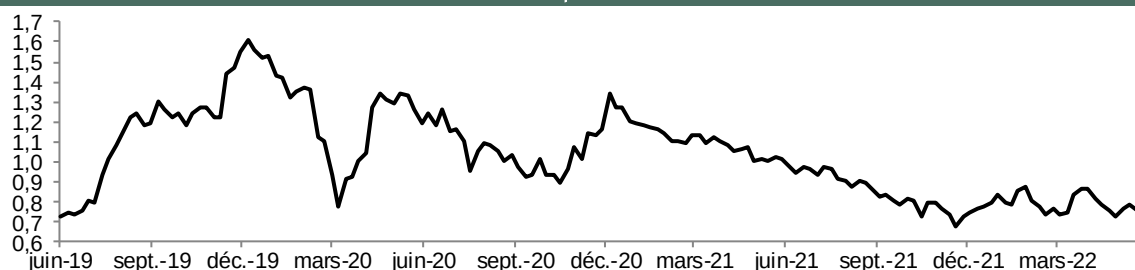
PHARMING GROUP

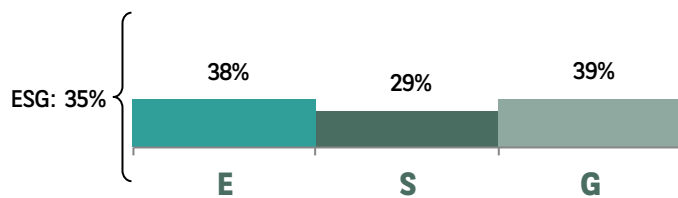
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-0,14	0,00	0,00	0,00	0,00	0,12	0,20	0,23
var. n/n-1	+ / ++	-100,0%	-	-	-	+ / ++	73,9%	13,6%
CFPA	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3
ANPA	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,6	0,9
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	7,00	7,00	7,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	ns	ns	ns	ns	6004,8%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	35,6%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	ns	ns	ns	6,6	3,8	3,4
PCF (x)	ns	27,4	15,6	20,0	20,8	5,3	3,5	3,0
PAN (x)	16,4	12,2	6,2	5,0	3,2	1,8	1,2	0,9
VE/CA (x)	3,8	5,5	3,8	3,8	3,0	1,7	0,9	0,3
VE/EBE (x)	13,5	16,7	9,7	9,6	17,8	5,0	2,4	0,7
VE/ROP (x)	15,6	19,6	10,5	10,7	ns	5,5	2,6	0,7
Free Cash Flow Yield (%)	-23,2%	3,1%	2,6%	3,2%	1,4%	10,9%	24,2%	28,5%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	730,1%	905,6%	905,6%	0,0%
Capitalisation (M€)	308,6	750,5	652,5	746,9	622,0	501,5	501,5	501,5
Valeur d'Entreprise (VE)	341,8	744,9	638,4	711,8	591,9	393,7	249,3	83,6
Cours de référence (€)	0,5	1,2	1,0	1,2	1,0	0,8	0,8	0,8
Nb de titres (Mio)	579,015	621,501	648,749	648,749	648,749	648,749	648,749	648,749
Nb de titres corrigé (Mio)	659,889	663,473	663,473	663,473	663,473	663,473	663,473	663,473
% de la dilution	14,0%	6,8%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Date d'introduction	16/06/1999							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	17	18
CA T1	15,5	29,5
CA T2	15,1	30,0
CA S1	30,6	59,5
ROP S1	4,2	16,3
RN pdg corrigé S1	0,0	6,4
Marge opérationnelle S1	13,7%	27,4%
Marge nette S1	0,0%	10,7%
CA T3	26,1	38,8
CA T4	32,9	
CA S2	59,0	
ROP S2	17,7	
RN pdg corrigé S2	-80,0	
Marge opérationnelle S2	30,0%	
Marge nette S2	ns	
Taux de croissance (n/n-1)		
CA T1	+ / ++	90,7%
CA T2	+ / ++	98,0%
CA T3	+ / ++	48,6%
CA T4	+ / ++	
CA S1	+ / ++	94,3%
CA S2	+ / ++	
ROP S1	- / +	+ / ++
ROP S2	- / +	

Historique de cours





PHARMING GROUP

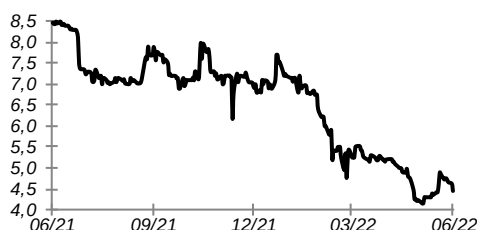
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Oui	Oui	Oui	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	9,4%	9,2%	12%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,0	0,0	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Non	Non	Non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	6	7	9	
<i>dont indépendants</i>	ND	ND	ND	
<i>dont femmes</i>	0,333333	0,285714	0,43	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	83%	95%	99%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	Objectif de création de ce comité pour 2022
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	ND	ND	ND	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	ND	2,1%	0,0%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	13,8	12	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

PHERECYDES PHARMA

Biotech _ Pharma



Cours : 4,45€

14 Juin 2022

Objectif : 10,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0011651694 / ALPHE
Reuters / Bloomberg ALPHE.PA / ALPHE:FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **26,1**
Flottant (%) 19,2%
Nbre de Titres (Mio) 5,859
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
ACE Management 23,8%
Elia 18,2%
Go Capital 12,0%
Omnes 6,9%

	20	21e	22e
Cash Flow Libre	-1,7	-3,5	-7,2
Inv. financiers	0,4	0,3	-0,2
Augmentation capital	1,5	8,0	0,0
Var Trésorerie	-0,1	3,7	-4,4
Trésorerie nette	1,7	5,4	1,0
Trésorerie nette/action	-1,41	0,92	0,17

	20	21e	22
Prod. d'exploitation	0,0	0,0	2,3
ROP	-3,0	-4,3	-7,3
% Prod. exploitation	ns	ns	ns
RN pdg publié	-1,4	-3,2	-5,6
% Prod. exploitation	ns	ns	ns

Une société à fort potentiel qui se structure

Activité

Pherecydes développe des virus bactériophages pour traiter les infections bactériennes ne répondant pas aux antibiotiques. Ce phénomène appelé antibiorésistance est un enjeu majeur de santé qui pourrait être responsable de 10 millions de morts par an d'ici 2050. C'est aussi selon l'OMS l'une des 10 principales menaces de santé publique qui pèsent sur l'humanité. Alors que la phagothérapie apparaît aujourd'hui comme l'une des réponses les plus prometteuses à ce problème, Pherecydes a bâti une expertise la positionnant parmi les acteurs les plus sérieux de cette approche thérapeutique. La société est même bien placée pour être l'une des premières à enregistrer des produits de phagothérapie sur le marché.

Marché / Concurrence

Les bactériophages sont des virus prédateurs naturels des bactéries. Alors que le potentiel de la phagothérapie dans le traitement des infections bactériennes est bien connu depuis environ un siècle, cette approche thérapeutique a été délaissée au milieu du XX^e siècle en raison des moyens technologiques limités et de l'émergence de l'antibiothérapie qui a tout de suite rencontré un franc succès. Aujourd'hui, avec la montée en puissance de la problématique d'antibiorésistance et le manque d'innovations dans ce domaine (pas de nouvelle classe d'antibiotique depuis 1985), la phagothérapie connaît un très fort regain d'intérêt. Aucun produit à base de phages n'est commercialisé en santé humaine et il existe encore peu de sociétés actives dans le domaine de la phagothérapie. Nous en dénombrons environ une vingtaine à travers le monde parmi lesquelles Pherecydes nous apparaît bien positionnée, tant en termes d'avancée du pipeline que des aires thérapeutiques visées.

Stratégie / Perspectives

Les 18 premiers mois de Pherecydes en tant que valeur cotée ont été employés à structurer la société. D'un point de vue opérationnel, la société a traité 25 patients supplémentaires avec ses phages à titre compassionnel, portant le nombre total de patients traités à 50. Parmi eux, 28 ont été traités avec les phages anti- *S.aureus*, les plus avancés. Ces patients ont été traités dans neuf centres différents et au travers de différentes voies d'administration. Une très bonne tolérance a pu être constatée puisqu'aucun effet indésirable n'a été déclaré. Pherecydes a également obtenu le feu vert de l'ANSM en décembre 2021 pour lancer l'étude de phase I/II PhagoDAIR évaluant les phages anti- *S.aureus* dans les infections ostéoarticulaires sur prothèse. Le premier patient de cette étude devrait être inclus dans les prochaines semaines et les résultats sont attendus à la fin du S2 2023. Par ailleurs, la société vient de recevoir une AAC pour ses phages anti *S.aureus*. Ce qui témoigne de l'étendue du besoin médical insatisfait qui existe aujourd'hui dans la résistance bactérienne. Il y a également eu du changement au niveau de la gouvernance puisque M. Fanneau de La Horie (DG) et M. Rousseau (COO) ont été tous deux remplacés par Didier Hoch (PDG) et Thibault Du Fayet (DGD). Nous portons un point d'attention à la visibilité financière qui se porte à fin 2022. Selon nos estimations, la société devra se refinancer d'ici le T4 2022 à hauteur de 10M€ afin d'étendre son horizon de trésorerie à 2 ans.

Valorisation

Valorisation rNPV. Après actualisation, notre objectif passe de 11,5€ à 10€ (incluant 10% de décote ESG) et nous restons à Acheter (1).

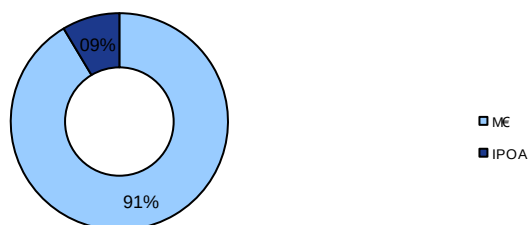
Mohamed Kaabouni, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 10
mohamed.kaabouni@bnpparibas.com

PHERECYDES PHARMA

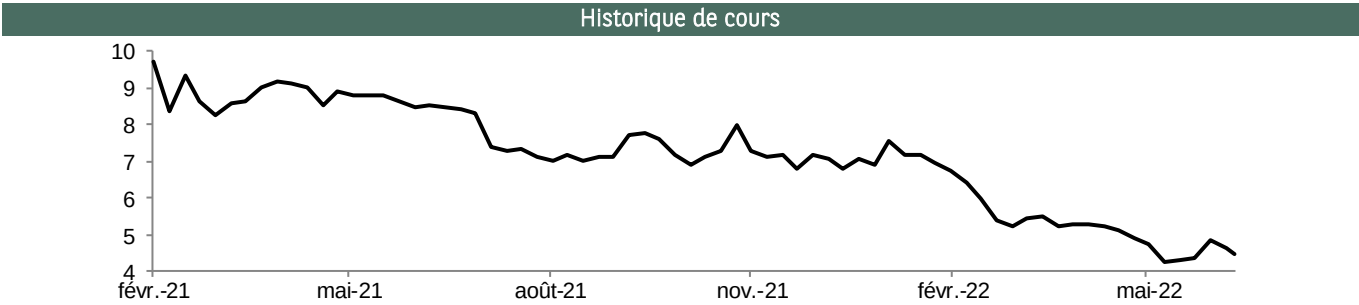
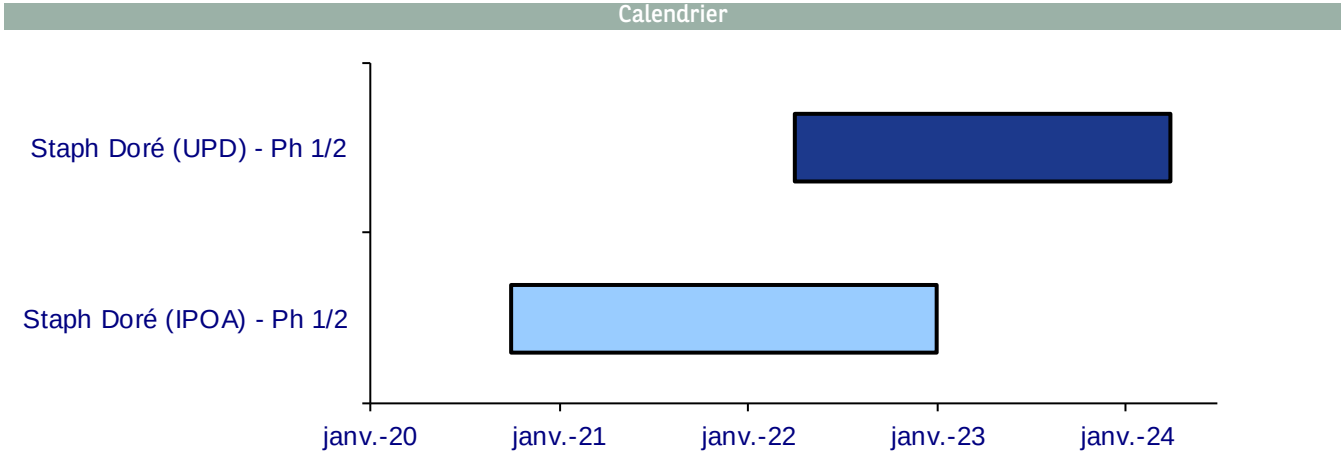
Financement	-	17	18	19	20	21e	22e	23e
Cash Flow	-	-	-	-	-2,0	-3,0	-5,4	2,1
Variation BFR	-	-	-	-	0,3	-0,1	-1,4	-5,0
Investissements industriels	-	-	-	-	0,0	-0,4	-0,4	-0,4
Cash Flow Libre	-	-	-	-	-1,7	-3,5	-7,2	-3,3
Cessions d'actifs	-	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-	-	-	-	0,4	0,3	-0,2	0,0
Dividendes	-	-	-	-	-	-	-	-
Augmentation de capital	-	-	-	-	1,5	8,0	0,0	0,0
Autres	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation Trésorerie	-	-	3,7	-2,5	-0,1	3,7	-4,4	-2,9
Trésorerie nette	-	0,5	4,2	1,8	1,7	5,4	1,0	-1,9
Exploitation	-	17	18	19	20	21e	22e	23e
Produit d'exploitation	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	14,1
ROP	-	-2,0	-3,2	-2,7	-3,0	-4,3	-7,3	-0,6
CIR	-	-	-	-	-	-	-	-
R&D immobilisée	-	-	-	-	-	-	-	-
Frais R&D	-	-	-	-	-	3,4	8,1	12,6
RN Pdg publié	-	-1,5	-2,4	-1,2	-1,4	-3,2	-5,6	1,9
Frais de personnel	-	0,9	1,2	1,6	1,9	2,0	2,4	2,9
Effectif moyen	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilan	-	17	18	19	20	21e	22e	23e
Fonds propres Pdg	-	7,2	3,4	4,1	6,1	10,0	4,4	6,3
Autres	-	-	-	-	-	-	-	-
Capitaux investis	-	6,6	3,5	4,2	6,4	12,2	6,4	8,7
Immobilisations nettes	-	2,0	0,9	2,5	5,0	7,2	4,3	4,5
<i>dont écarts d'acquisition</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>dont financières</i>	-	0,7	0,7	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Trésorerie nette	-	0,5	4,2	1,8	1,7	5,4	1,0	-1,9
BFR	-	4,8	-0,9	0,1	-0,2	-0,1	1,3	6,3
Actif économique	-	6,6	3,5	4,2	6,4	12,2	6,4	8,7

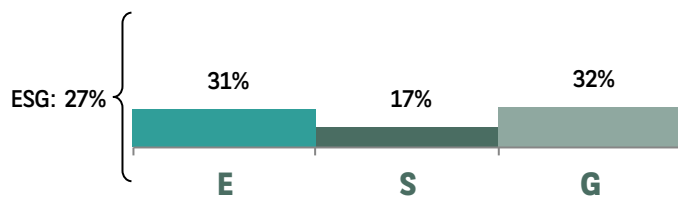
Valorisation NPV



Données par action	-	17	18	19	20	21e	22e	23e
Trésorerie nette / action	-	-	-	-	-1,41	0,92	0,17	-0,32
CFPA	-	-	-	-	1,7	-0,5	-0,9	0,4
Nb de titres (Mio)	-	-	-	-	5,824	5,824	5,824	5,824
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	-	-	-	-	-	-	-	-

PHERECYDES PHARMA





PHERECYDES PHARMA

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2018	2019	2020	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	ND	ND	ND	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2018	2019	2020	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	63%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Non	Non	Non	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	1,0%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	72%	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	0	0	0	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	0,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2018	2019	2020	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Non	Non	Non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	ND	ND	7	
<i>dont indépendants</i>	ND	ND	0,571429	
<i>dont femmes</i>	ND	ND	0,285714	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	95%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	32%	32%	32%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2018	2019	2020	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

PIERRE & VACANCES

Loisirs



Cours : 6,17€

14 Juin 2022

Objectif : 2,40€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000073041 / VAC
Reuters / Bloomberg	PVAC.PA / VAC FP
Indice	CAC Small
Eligibilité PEA-PME	Non

Capitalisation (M€)	61,0
Flottant (%)	45,4%
Nbre de Titres (Mio)	9,893
Date de clôture	29-Sep

Actionnariat	
SITI (G.Brémont)	39,8%
HNA Tourism	10,0%
Autocontrôle	3,8%
Public	45,4%

	21	22e	23e
PER	0,0	2,1	1,3
PCF	0,0	0,8	0,8
VE/CA	0,5	0,0	0,0
VE/ROP	ns	0,2	1,0
PAN	0,0	ns	ns
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	5144,6%	-297,6%	-112,7%
ROACE	ns	1,8%	2,2%

CA	1 053,3	1 711,8	1 795,7
CA précédent	1 053,3	1 711,8	1 795,7
var. n/n-1	-18,8%	62,5%	4,9%
EBE	154,9	114,0	123,8
ROC	-116,6	63,2	85,7
% CA	-11,1%	3,7%	4,8%
ROP	-151,0	58,1	80,4
% CA	-14,3%	3,4%	4,5%
RN Pdg publié	-426,4	28,3	46,1
% CA	-40,5%	1,7%	2,6%

BNPA	1 149,55	3,00	4,89
BNPA précédent	1 149,55	3,00	4,89
var. n/n-1	ns	-99,7%	63,0%
BNPA Cor	1 149,55	3,00	4,89
ANPA	2 660,0	-21,9	-17,1
Dividende net	0,00	0,00	0,00

DFN	529,8	-48,5	17,1

Arnaud Despre, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 52
arnaud.despre@bnpparibas.com

Montée en gamme et restructuration

Activité

Leader européen des résidences de tourisme, le groupe Pierre & Vacances Center Parcs gère un parc d'environ 43 500 appartements et cottages sur près de 284 sites dans 8 pays (France, Pays-Bas, Allemagne, Autriche, Belgique, Suisse, Italie, Espagne). Les marques phares du groupe sont Pierre & Vacances, Adagio, Maeva, et Center Parcs (& Villages Nature). Le groupe Pierre & Vacances fonctionne sur un modèle « asset-light », où les unités d'hébergement sont vendues à des investisseurs particuliers ou institutionnels. Des contrats de gestion locative sont ensuite établis auprès de ces mêmes clients, contrats qui génèrent l'activité du pôle Tourisme. Cette dernière a généré 1 365M€ sur l'exercice 2018/19 (pré-crise sanitaire, 82% CA global). Le pôle Développement Immobilier qui conçoit, finance, construit et commercialise les résidences/parcs (mais également les résidences non médicalisées Les Senioriales) auprès de clients particuliers et institutionnels, a quant à lui contribué à hauteur de 308M€ au CA (18% CA global).

Marché / Concurrence

La part de marché de Pierre & Vacances est d'environ 17% en France, les concurrents sont des acteurs classiques comme Odalys (77 000), Lagrange (29 000 lits) et Belambra (18 000 lits), mais également des acteurs digitaux comme Airbnb et HomeAway. Les concurrents de Center Parcs sont Landal Greenparks (>100 sites pour 12 000 bungalows) et Roompot (185 parcs de bungalows). Avec 89 résidences en France & Europe (122 incl. franchisés), Adagio est le n°2 des résidences urbaines. Le leader sur ce segment est Apart'City (>100 appart-hotels).

Stratégie / Perspectives

La stratégie se confirme une nouvelle fois pour Center Parcs sur le début 2022 avec une croissance soutenue, majoritairement sous l'effet hausse du PMV directement liée à la montée en gamme des domaines gérés. Les taux d'occupation sont eux relativement stables, avec une clientèle domestique (restrictions de déplacement toujours présentes au T2 au BNG et en Europe du Nord ; taux d'occupation Pays-Bas en retrait d'env. -8pts). La baisse du stock commercialisé sur la partie Pierre & Vacances se poursuit (env -10% au T2 vs 2018/19 ; recentrage progressif de l'offre, accélération des baux basse performance - stocks 35% en 2019 avec cible 9% en 2025). Pierre & Vacances a également annoncé en mars dernier la finalisation des négociations avec Alcentra, Fidera et Aream (et autres créanciers) liées à la recapitalisation du groupe. L'opération sera finalisée d'ici fin septembre.

Valorisation

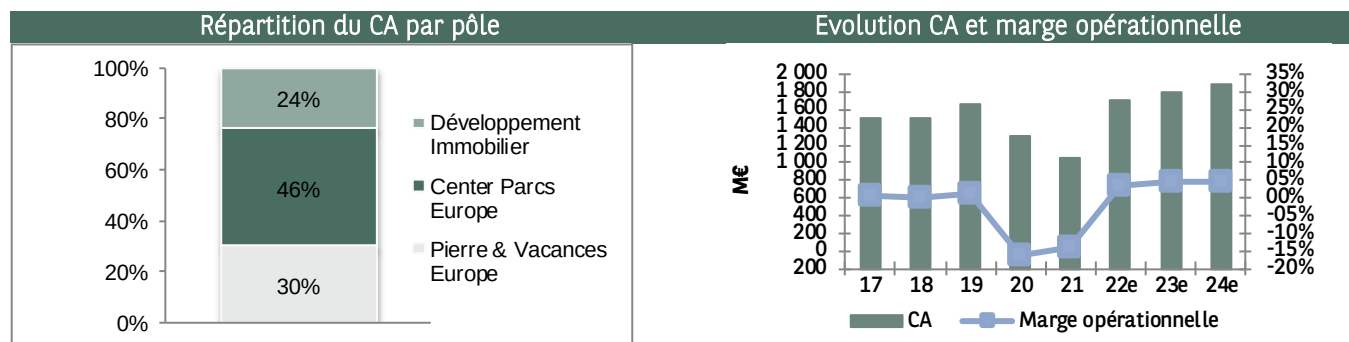
Sur nos estimations et en fully diluted post recapitalisation, notre objectif ressort à **2,4€/action**. Précisons que notre valorisation repose sur un DCF (PGR 0,5%, marge d'EBIT normative 7%, WACC 11,5% post nouvelle structure financière, prime ESG +10%).

PIERRE & VACANCES

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	1 506,4	1 509,4	1 672,7	1 297,5	1 053,3	1 711,8	1 795,7	1 884,1
var. n/n-1	5,8%	0,2%	10,8%	-22,4%	-18,8%	62,5%	4,9%	4,9%
var. organique	5,8%	0,2%	10,8%	-22,4%	-18,8%	62,5%	4,9%	4,9%
EBE	65,4	66,4	84,1	232,8	154,9	114,0	123,8	134,0
ROC	12,3	9,1	30,8	-77,2	-116,6	63,2	85,7	91,1
var. n/n-1	-61,9%	-26,2%	+/-	+/-	-/-	-/+	35,7%	6,3%
ROP	6,2	4,5	21,2	-210,6	-151,0	58,1	80,4	85,5
RCAI	-6,9	-3,9	2,2	-397,3	-384,0	28,3	46,2	51,3
IS	-15,4	-27,2	-32,7	-2,6	-17,5	0,0	0,0	0,0
RN Pdg publié	-56,7	-45,9	-33,0	-425,3	-426,4	28,3	46,1	51,2
RN Pdg corrigé	-56,7	-45,9	-33,0	-425,3	-426,4	28,3	46,1	51,2
var. n/n-1	+/-	-/-	-/-	+/-	-/-	-/+	63,0%	11,1%
Tmva CA 2019 / 2023e	1,8%							
Marge brute (%)	92,8%	94,0%	85,8%	84,6%	82,7%	89,0%	89,0%	89,0%
Marge opérationnelle (%)	0,4%	0,3%	1,3%	-16,2%	-14,3%	3,4%	4,5%	4,5%
Marge nette (%)	-3,8%	-3,0%	-2,0%	-32,8%	-40,5%	1,7%	2,6%	2,7%
Taux IS (%)	-223,8%	-705,4%	1498,3%	-0,7%	-4,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Frais de personnel / CA (%)	22,7%	23,6%	22,6%	24,6%	25,7%	-	-	-
CA/effectif (K€)	198	192	202	166	144	-	-	-
var. n/n-1	2,1%	-2,7%	4,8%	-17,5%	-13,5%	-	-	-
Effectif moyen	7 618	7 841	8 289	7 797	7 315	-	-	-
var. n/n-1	3,6%	2,9%	5,7%	-5,9%	-6,2%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	326,9	287,0	251,4	-561,4	-986,8	-207,0	-160,9	-109,7
Dettes financières nettes	208,8	247,7	228,6	330,6	529,8	-48,5	17,1	-20,5
Autres	-75,7	-74,3	-39,5	2 871,4	2 701,7	2 711,7	2 721,7	2 731,7
Capitaux investis	459,9	460,4	440,5	2 640,8	2 245,1	2 456,6	2 578,4	2 602,1
Immobilisations nettes	680,6	693,1	693,7	2 921,3	2 659,0	2 694,5	2 747,0	2 799,2
dont écarts d'acquisition	156,4	156,4	156,4	156,4	156,4	156,4	156,4	156,4
dont financières	141,8	130,8	115,7	130,9	123,8	123,8	123,8	123,8
BFR	-78,9	-101,8	-137,5	-149,7	-290,1	-114,1	-44,9	-73,3
Actif économique	459,9	460,4	440,5	2 640,8	2 245,1	2 456,6	2 578,4	2 602,1
Gearing (%)	63,9%	86,3%	90,9%	-58,9%	-53,7%	23,5%	-10,6%	18,8%
BFR/CA (%)	-5,2%	-6,7%	-8,2%	-11,5%	-27,5%	-6,7%	-2,5%	-3,9%
Dettes financières nettes/EBE (x)	3,2	3,7	2,7	1,4	3,4	ns	0,1	ns
ROE (%)	ns	ns	ns	75,7%	43,2%	ns	ns	ns
ROACE (%) après IS normé	1,7%	1,3%	4,5%	ns	ns	1,8%	2,2%	2,3%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	43,1	4,9	34,5	-231,3	-300,0	72,1	76,3	85,4
Variation BFR	-6,5	0,4	26,6	73,7	119,4	-176,0	-69,2	28,4
Investissements industriels	-34,7	-70,0	-58,0	-45,6	-39,2	-69,2	-72,6	-76,2
% du CA	2,3%	4,6%	3,5%	3,5%	3,7%	4,0%	4,0%	4,0%
Cash Flow Libre	1,8	-64,7	3,2	-203,1	-219,7	-173,2	-65,6	37,6
Cessions d'actifs	16,4	6,8	16,5	7,4	5,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-2,4	-3,6	-5,7	-1,2	-17,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	751,5	0,0	0,0
Autres	-17,7	22,6	5,1	94,9	32,3	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	1,8	38,9	-19,1	102,0	199,3	-578,3	65,6	-37,6
Dettes financières nettes	208,8	247,7	228,6	330,6	529,8	-48,5	17,1	-20,5



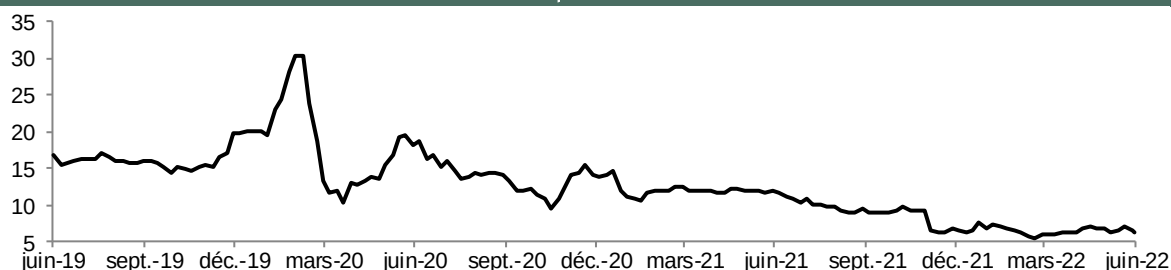
PIERRE & VACANCES

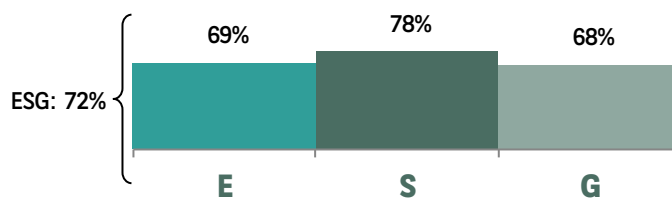
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-6,01	-4,87	-3,50	-45,09	1 149,55	3,00	4,89	5,43
var. n/n-1	+ / ++	- - / -	- - / -	+ / ++	- / +	-99,7%	63,0%	11,1%
CFPA	4,6	0,5	3,7	-24,5	808,7	7,6	8,1	9,1
ANPA	34,7	30,4	26,7	-59,5	2 660,0	-21,9	-17,1	-11,6
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	21,9%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	ns	ns	0,0	2,1	1,3	1,1
PCF (x)	9,4	ns	4,7	ns	0,0	0,8	0,8	0,7
PAN (x)	1,2	1,2	0,6	ns	0,0	ns	ns	ns
VE/CA (x)	0,4	0,4	0,2	0,4	0,5	0,0	0,0	0,0
VE/EBE (x)	9,7	9,3	4,7	2,1	3,4	0,1	0,6	0,3
VE/ROP (x)	ns	ns	18,7	ns	ns	0,2	1,0	0,5
Free Cash Flow Yield (%)	0,4%	-18,1%	2,0%	-127,4%	5144,6%	-297,6%	-112,7%	64,6%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	422,7	370,9	168,1	165,7	0,0	60,5	60,5	60,5
Valeur d'Entreprise (VE)	631,5	618,6	396,6	496,4	530,2	12,4	78,1	40,6
Cours de référence (€)	43,1	37,8	17,1	16,9	11,5	6,2	6,2	6,2
Nb de titres (Mio)	9,802	9,802	9,802	9,802	0,000	9,802	9,802	9,802
Nb de titres corrigé (Mio)	9,431	9,431	9,431	9,431	-0,371	9,431	9,431	9,431
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	ns	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	11/06/1999							
Cours d'introduction ajusté	17,0 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	291,0	306,7	393,1	375,1	167,1	355,5
CA T2	323,9	348,0	344,9	320,9	130,0	359,9
CA S1	614,8	654,7	738,0	696,1	297,1	715,4
ROP S1	-98,9	-95,9	-115,5	-136,0	-307,2	-35,3
RN pdg corrigé S1	-116,9	-103,5	-121,1	-121,1	-342,0	-92,4
Marge opérationnelle S1	-16,1%	-14,7%	-15,6%	-19,5%	ns	-4,9%
Marge nette S1	-19,0%	-15,8%	-16,4%	-17,4%	ns	-12,9%
CA T3	353,9	329,6	371,4	109,5	204,7	
CA T4	537,7	525,0	563,3	492,0	551,5	
CA S2	891,6	854,6	934,7	601,4	756,2	
ROP S2	105,1	100,4	136,7	-74,6	156,2	
RN pdg corrigé S2	81,0	63,6	83,4	-304,0	-84,4	
Marge opérationnelle S2	11,8%	11,7%	14,6%	-12,4%	20,7%	
Marge nette S2	9,1%	7,4%	8,9%	ns	-11,2%	
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	8,9%	5,4%	28,2%	-4,6%	-55,4%	+ / ++
CA T2	1,8%	7,4%	-0,9%	-7,0%	-59,5%	+ / ++
CA T3	3,8%	-6,9%	12,7%	-70,5%	87,0%	
CA T4	8,1%	-2,4%	7,3%	-12,7%	12,1%	
CA S1	5,0%	6,5%	12,7%	-5,7%	-57,3%	+ / ++
CA S2	6,3%	-4,1%	9,4%	-35,7%	25,7%	
ROP S1	- / -	- / -	- / -	- / -	+ / ++	- / -
ROP S2	7,1%	-4,4%	36,2%	+ / -	- / +	

Historique de cours





PIERRE & VACANCES

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	118,3	97,6	
Politique de compensation des émissions CO2	Oui	Oui	Oui	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	64%	64%	64%	
Index égalité salariale femmes / hommes	93	93	93	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	3,4%	4,0%	4,7%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	63%	51%	56%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	24%	21%	24%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	89 770	65 124	51 954	
Taux d'absentéisme	3,6%	3,4%	3,2%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	34,9	29,4	17,5	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	12	14	13	
<i>dont indépendants</i>	4	4	4	
<i>dont femmes</i>	6	5	5	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	ND	94%	98%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	64%	62%	66%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	94%	94%	94%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

PLASTIVALOIRE

Industrie



Cours : 4,89€

14 Juin 2022

Objectif : 5,30€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0013252186 / PVL
Reuters / Bloomberg	PLVP.PA / PVL FP
Indice	CAC Small
Eligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	108,2
Flottant (%)	42,6%
Nbre de Titres (Mio)	22,126
Date de clôture	30-Sep

Actionnariat	
Famille Findeling	57,0%
Public	42,6%
Auto-contrôle	0,4%

	21	22e	23e
PER	16,6	20,5	8,8
PCF	2,2	2,0	1,7
VE/CA	0,5	0,4	0,4
VE/ROP	16,0	20,6	11,1
PAN	0,6	0,4	0,4
Rendement	0,8%	2,9%	1,5%
Free Cash Flow Yield	43,2%	20,3%	11,3%
ROACE	3,1%	2,1%	3,8%

CA	677,2	687,1	730,9
CA précédent	677,2	697,1	729,1
var. n/n-1	7,6%	1,5%	6,4%
EBE	68,0	61,8	72,4
ROC	21,6	13,7	24,9
% CA	3,2%	2,0%	3,4%
ROP	21,2	13,7	24,9
% CA	3,1%	2,0%	3,4%
RN Pdg publié	8,8	5,3	12,2
% CA	1,3%	0,8%	1,7%

BNPA	0,40	0,24	0,55
BNPA précédent	0,40	0,50	0,69
var. n/n-1	ns	-40,2%	131,7%
BNPA Cor	0,40	0,24	0,55
ANPA	11,9	12,0	12,5
Dividende net	0,14	0,07	0,14

DFN	180,4	163,5	153,8

Jeremy Sallée, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30
jeremy.sallee@bnpparibas.com

Focus sur le désendettement

Activité

Plastivaloire figure parmi les 10 premiers fabricants européens de pièces plastiques. Le groupe transforme des granulés thermoplastiques d'origine pétrolière en pièces à destination principalement de l'Automobile (81% du CA 2021) mais également de produits de la grande consommation comme le Multimédia, l'Industrie électrique ou l'Électroménager (Industrie 19% CA 2021). PVL dispose actuellement de 32 sites de production répartis en Europe (France, Allemagne...), Amérique du Nord (Mexique, USA) et Afrique du Nord (Tunisie).

Marché / Concurrence

Dans l'Automobile PVL est un acteur majeur des pièces de décorations intérieures et extérieures auprès des constructeurs et équipementiers de Rang 1. Le groupe bénéficie de tendances porteuses comme la personnalisation grandissante des véhicules, la variété des déclinaisons et options proposées sur chaque modèle, l'accroissement des ventes des nouvelles motorisations (hybrides, électriques) qui nécessitent plus de pièces en plastique et enfin l'augmentation des contraintes environnementales (allègement, recyclabilité). Ses principaux concurrents dans ce secteur sont Maïer, Novares, Dr Schneider et Montaplast. Dans l'industrie, PVL fait face à des acteurs comme Sintex, 3P et Mora et profite de l'utilisation croissante du plastique dans de nombreuses industries (aéronautique, robot ménagers, numérique).

Stratégie / Perspectives

La stratégie de PVL repose sur 4 axes : 1/ se focaliser sur 1/3 du volume mondial en augmentant son CA par véhicule, notamment sur le marché américain ; 2/ diminuer sa dépendance aux constructeurs français en se développant et en gagnant des pdm auprès de constructeurs étrangers et premium en Europe et en Amérique du Nord ; 3/ garder un ratio Automobile / Industrie autour de 80/20% ; 4/ développer une implantation en Chine via un partenaire local afin d'accompagner ses principaux clients européens sur ce marché. Après un exercice 2020 marqué par la crise sanitaire, PVL a su rebondir en 2021 et renouer avec une marge d'EBITDA de 10% et une forte génération de FCF qui lui a permis de réduire significativement sa DFN à 213M€ (-49M€; 180M€ hors IFRS 16). À l'image de l'ensemble du secteur automobile, PVL a été frappé en ce début d'année par l'impact persistant des pénuries en composants électroniques, de la guerre en Ukraine et des différentes tensions inflationnistes. PVL a ainsi réalisé un profit warning lors de la publication du CA T2 en indiquant que l'objectif d'un EBITDA de 10% ne sera pas atteint. Le groupe confirme néanmoins son scénario d'un retour à la croissance sur le second semestre. Niveau cash, le discours est rassurant. Nous comprenons que PVL conservera un niveau d'investissement limité (<30M€, les 150M€ d'investissements réalisés entre 2016 et 2020 avaient vocation à accompagner un CA potentiel de c.850M€) et continuera d'optimiser son BFR, notamment sur les stocks, afin de viser une légère progression voire une stabilité du BFR sur l'exercice.

Valorisation

Notre valorisation repose sur un DCF (5,3€).

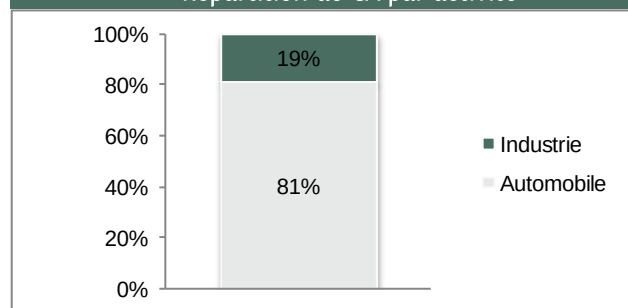
PLASTIVALOIRE

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	627,3	658,9	728,4	629,2	677,2	687,1	730,9	760,1
var. n/n-1	7,6%	5,0%	10,5%	-13,6%	7,6%	1,5%	6,4%	4,0%
var. organique	7,6%	5,0%	-2,1%	-14,6%	7,6%	1,5%	6,4%	4,0%
EBE	79,9	72,2	75,5	46,4	68,0	61,8	72,4	77,4
ROC	56,6	51,8	42,3	0,1	21,6	13,7	24,9	29,6
var. n/n-1	21,5%	-8,5%	-18,3%	-99,8%	+ / + +	-36,4%	80,8%	19,1%
ROP	55,3	50,8	39,9	-4,7	21,2	13,7	24,9	29,6
RCAI	53,3	50,0	33,8	-11,7	15,1	8,8	20,4	25,4
IS	-6,3	-6,3	-6,0	-2,0	-3,5	-2,2	-5,1	-6,3
RN Pdg publié	42,5	39,7	24,6	-16,1	8,8	5,3	12,2	15,2
RN Pdg corrigé	42,5	39,7	24,6	-16,1	8,8	5,3	12,2	15,2
var. n/n-1	20,0%	-6,6%	-37,9%	+ / -	- / +	-40,2%	+ / + +	24,7%
Tmva CA 2019 / 2023e	0,1%							
Marge brute (%)	49,4%	48,4%	48,1%	46,9%	49,4%	47,8%	48,0%	48,2%
Marge opérationnelle (%)	8,8%	7,7%	5,5%	-0,8%	3,1%	2,0%	3,4%	3,9%
Marge nette (%)	6,8%	6,0%	3,4%	-2,6%	1,3%	0,8%	1,7%	2,0%
Taux IS (%)	11,9%	12,7%	17,7%	-16,9%	23,2%	25,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	-24,9%	-25,1%	-26,0%	-28,5%	-28,7%	-	-	-
CA/effectif (K€)	104	105	103	90	94	-	-	-
var. n/n-1	2,2%	1,4%	-2,5%	-12,5%	5,0%	-	-	-
Effectif moyen	6 041	6 258	7 096	7 002	7 175	-	-	-
var. n/n-1	5,3%	3,6%	13,4%	-1,3%	2,5%	-	-	-

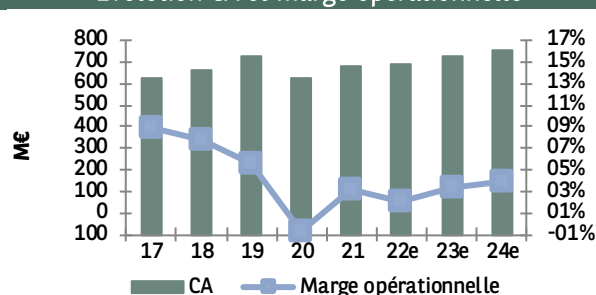
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	233,1	262,8	280,6	255,0	262,7	264,9	275,5	287,7
Dettes financières nettes	92,7	122,7	244,5	252,4	180,4	163,5	153,8	134,7
Autres	16,8	9,5	37,3	31,2	45,0	45,0	45,0	45,0
Capitaux investis	359,5	412,5	580,6	557,3	507,2	491,9	494,9	489,7
Immobilisations nettes	250,2	272,1	415,1	404,2	380,6	363,4	352,4	342,7
dont écarts d'acquisition	0,0	29,2	63,8	59,4	59,4	59,4	59,4	59,4
dont financières	5,3	6,1	7,0	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
BFR	114,6	146,5	172,5	159,7	133,1	135,0	149,0	153,6
Actif économique	359,5	412,5	580,6	557,3	507,2	491,9	494,9	489,7
Gearing (%)	37,1%	43,7%	81,8%	92,2%	64,0%	57,7%	51,9%	43,5%
BFR/CA (%)	18,3%	22,2%	23,7%	25,4%	19,7%	19,7%	20,4%	20,2%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,2	1,7	3,2	5,4	2,7	2,6	2,1	1,7
ROE (%)	18,2%	15,1%	8,8%	ns	3,4%	2,0%	4,4%	5,3%
ROACE (%) après IS normé	14,5%	11,7%	7,0%	0,0%	3,1%	2,1%	3,8%	4,5%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	76,0	68,7	67,7	39,9	65,3	54,7	62,8	66,8
Variation BFR	-7,7	-32,4	-17,9	4,8	26,6	-1,9	-14,0	-4,5
Investissements industriels	-31,5	-35,5	-62,3	-39,9	-28,7	-30,9	-36,5	-38,0
% du CA	5,0%	5,4%	8,5%	6,3%	4,2%	4,5%	5,0%	5,0%
Cash Flow Libre	36,7	0,7	-12,5	4,7	63,2	21,9	12,2	24,3
Cessions d'actifs	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,4	0,0	-90,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-7,0	-8,6	-7,4	-1,2	-3,6	-5,0	-2,5	-5,1
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-26,7	-22,1	-11,9	-11,6	12,6	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-3,5	29,9	121,8	7,9	-72,0	-16,9	-9,7	-19,1
Dettes financières nettes	92,7	122,7	244,5	252,4	180,4	163,5	153,8	134,7

Répartition du CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



PLASTIVALOIRE

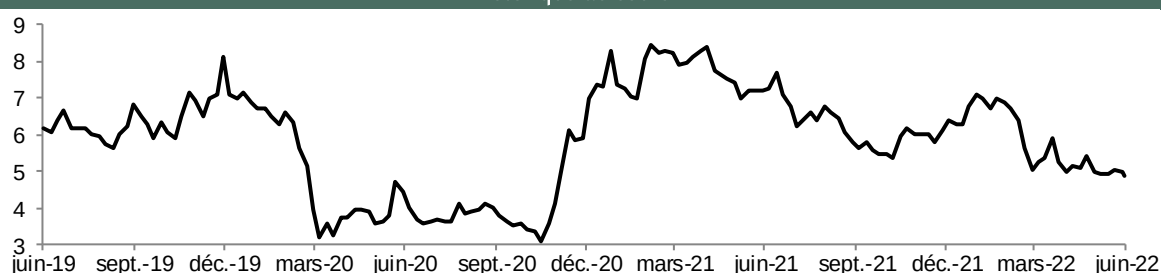
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1,92	1,80	1,12	-0,73	0,40	0,24	0,55	0,69
var. n/n-1	20,2%	-6,5%	-37,9%	+/-	-/+	-40,2%	+/-	24,7%
CFPA	3,4	3,1	3,1	1,8	3,0	2,5	2,8	3,0
ANPA	10,6	11,9	12,7	11,6	11,9	12,0	12,5	13,0
Dividende net (versé en n+1)	0,27	0,10	0,00	0,05	0,14	0,07	0,14	0,17
Payout (%)	14,0%	5,6%	0,0%	-6,9%	35,1%	30,1%	25,0%	25,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	-16,1%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	-1,9%							

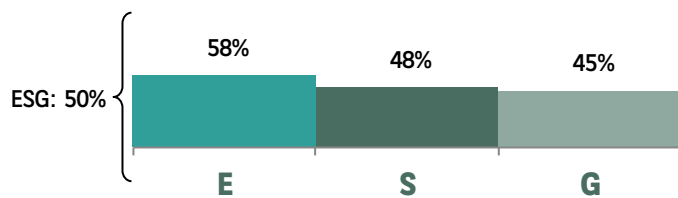
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	10,0	10,2	7,2	ns	16,6	20,5	8,8	7,1
PCF (x)	5,6	5,9	2,6	2,8	2,2	2,0	1,7	1,6
PAN (x)	1,8	1,5	0,6	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4
VE/CA (x)	0,8	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3
VE/EBE (x)	6,6	7,5	5,7	8,1	5,0	4,6	3,8	3,3
VE/ROP (x)	9,6	10,6	10,9	ns	16,0	20,6	11,1	8,7
Free Cash Flow Yield (%)	8,7%	0,2%	-7,0%	4,2%	43,2%	20,3%	11,3%	22,5%
Rendement (%)	1,3%	1,5%	1,2%	0,0%	0,8%	2,9%	1,5%	2,8%
Capitalisation (M€)	424,9	404,9	178,3	111,4	146,7	108,2	108,2	108,2
Valeur d'Entreprise (VE)	529,2	539,1	434,1	375,9	339,5	283,6	276,0	258,6
Cours de référence (€)	19,2	18,3	8,1	5,0	6,6	4,9	4,9	4,9
Nb de titres (Mio)	22,126	22,126	22,126	22,126	22,126	22,126	22,126	22,126
Nb de titres corrigé (Mio)	22,087	22,063	22,048	22,052	22,090	22,090	22,090	22,090
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	24/06/1991							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	148,8	165,3	169,0	183,9	191,2	160,8
CA T2	162,4	175,2	191,6	182,7	182,1	178,5
CA S1	311,2	340,4	360,6	366,7	373,3	
ROP S1	27,2	29,9	19,8	10,1	18,6	
RN pdg corrigé S1	20,2	23,5	12,8	4,4	12,0	
Marge opérationnelle S1	8,7%	8,8%	5,5%	2,8%	5,0%	
Marge nette S1	6,5%	6,9%	3,5%	1,2%	3,2%	
CA T3	159,7	162,0	186,2	93,9	160,9	
CA T4	156,4	156,5	181,6	168,6	143,0	
CA S2	316,1	318,5	367,8	262,5	303,9	
ROP S2	28,1	20,9	20,1	-14,8	2,6	
RN pdg corrigé S2	22,3	16,2	11,9	-20,5	-3,2	
Marge opérationnelle S2	8,9%	6,6%	5,5%	-5,7%	0,8%	
Marge nette S2	7,0%	5,1%	3,2%	-7,8%	-1,0%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	13,1%	11,1%	2,2%	8,8%	4,0%	-15,9%
CA T2	5,7%	7,9%	9,4%	-4,6%	-0,3%	-2,0%
CA T3	2,5%	1,4%	14,9%	-49,6%	71,4%	
CA T4	10,4%	0,1%	16,0%	-7,2%	-15,2%	
CA S1	9,1%	9,4%	5,9%	1,7%	1,8%	
CA S2	6,3%	0,8%	15,5%	-28,6%	15,8%	
ROP S1	33,3%	9,9%	-33,6%	-49,0%	84,1%	
ROP S2	3,2%	-25,7%	-3,6%	+/-	-/+	

Historique de cours





PLASTIVALOIRE

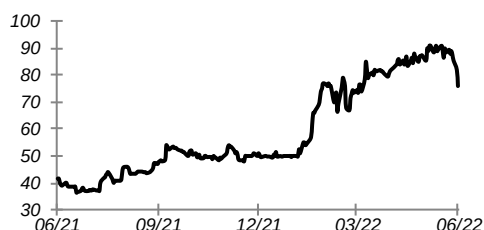
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	88,2	90,3	96,2	Emissions directes et indirectes
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	49%	50%	50%	Entités françaises
Index égalité salariale femmes / hommes	83	87	84	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	2,2%	2,4%	2,2%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	5,4%	6,5%	7,1%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	16,1	18,2	11,3	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Non	Non	Non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	10	10	7	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	6	6	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	46%	33%	34%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	19,82	19,62	18,28	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	100%	100%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

POUJOLAT

Industrie



Cours : 76,00€ 14 Juin 2022

Objectif : 91,60€

RENFORCER (2)

Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémorique FR0000066441 / ALPIJ
Reuters / Bloomberg POUJ.PA / POUJ.FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **148,9**
Flottant (%) 30,2%
Nbre de Titres (Mio) 1,959
Date de clôture 29-Mar

Actionnariat
Famille Coirier 69,8%
Public et établissements financiers 30,6%

	20	21e	22e
PER	7,1	11,9	9,5
PCF	2,5	6,2	5,2
VE/CA	0,4	0,7	0,6
VE/ROP	10,9	11,7	9,9
PAN	0,5	1,5	1,3
Rendement	1,7%	0,5%	0,5%
Free Cash Flow Yield	9,7%	-2,2%	-5,8%
ROACE	4,7%	8,1%	8,9%

CA	245,2	301,7	372,5
CA précédent	245,2	301,7	372,5
var. n/n-1	1,4%	23,0%	23,5%
EBE	20,8	29,2	34,9
ROC	9,7	18,1	22,5
% CA	4,0%	6,0%	6,0%
ROP	9,7	18,1	22,5
% CA	4,0%	6,0%	6,0%
RN Pdg publié	6,5	12,6	15,7
% CA	2,7%	4,2%	4,2%

BNPA	3,32	6,41	8,03
BNPA précédent	3,32	6,41	8,03
var. n/n-1	236,8%	92,9%	25,2%
BNPA Cor	3,32	6,41	8,03
ANPA	45,2	51,2	58,9
Dividende net	0,40	0,40	0,40
DFN	60,5	65,5	76,0

Nicolas Royot, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
nicolas.royot@bnpparibas.com

Les deux marchés adressent des dynamiques favorables

Activité

Le groupe POUJOLAT s'articule autour de deux filières : les Conduits de Cheminée & Cheminées Industrielles (65% du CA) et les Combustibles Bois (35%, bois bûche, granulés...). Le groupe POUJOLAT s'adresse aussi bien à une clientèle particulière avec une gamme de conduits de cheminée pour maison individuelle qu'à une clientèle professionnelle avec une gamme de cheminées industrielles. L'offre du groupe est complétée par la distribution de combustibles bois organisée autour de deux marques : Crépito et Woodstock.

Marché / Concurrence

Le marché est fragmenté en une multitude d'acteurs allant de la PME régionale à quelques groupes avec une dimension européenne. Le groupe POUJOLAT conforte depuis de nombreuses années sa position de leader européen des conduits de cheminée. Il existe deux comparables cotés pour le pôle Combustibles bois : Cogra et E02. POUJOLAT se positionne sur un Combustibles Bois de haute qualité (taux d'humidité entre 10% et 15%), avec la force d'avoir une offre flexible (Crépito) et un réseau de distribution bien établi (GSB...).

Stratégie / Perspectives

Chacun des marchés est porté par des soutiens structurels et réglementaires : MaPrimeRenov, RE 2020, interdiction de l'installation des chaudières fioul, plan d'action pour favoriser un chauffage au bois domestique plus performant et respectueux de l'environnement, développement des maisons individuelles, hausse des prix de l'énergie et des crédits carbone, hausse du parc de chaudières et de poêles, etc. POUJOLAT va continuer à investir pour adresser les besoins de ces deux marchés. Le groupe a récemment augmenté ses volumes dans le Bois-Energie, à travers la construction de l'usine Bois-Factory 70 et va également accroître les capacités de ses deux autres sites. La période actuelle reste marquée par la hausse des coûts des matières premières et de l'ensemble des intrants (métaux, composants, emballages) et les difficultés d'approvisionnement. POUJOLAT devra gérer cet environnement adverse et préserver ses marges en passant de nouvelles hausses de prix, ce qui a déjà été fait ces derniers mois et une nouvelle tarification entrera en vigueur en juin.

Le management vise pour l'année 2022/2023 (clôture 31/03/2023) un niveau de croissance comparable à 2021/2022, soit environ 25%, et va notamment bénéficier des différentes hausses de prix passées ces derniers mois. Nous attendons une croissance de 20% sur la division Conduits de cheminée et Cheminées industrielles et de 30% pour le Bois Energie. Au total nous tablons sur une croissance totale de 23,5% à 372,5M€ et des marges globalement stables. À plus court terme, pour les résultats 2021/2022 nous attendons un ROC de 18,1M€ et un RN de 12,6M€.

Valorisation

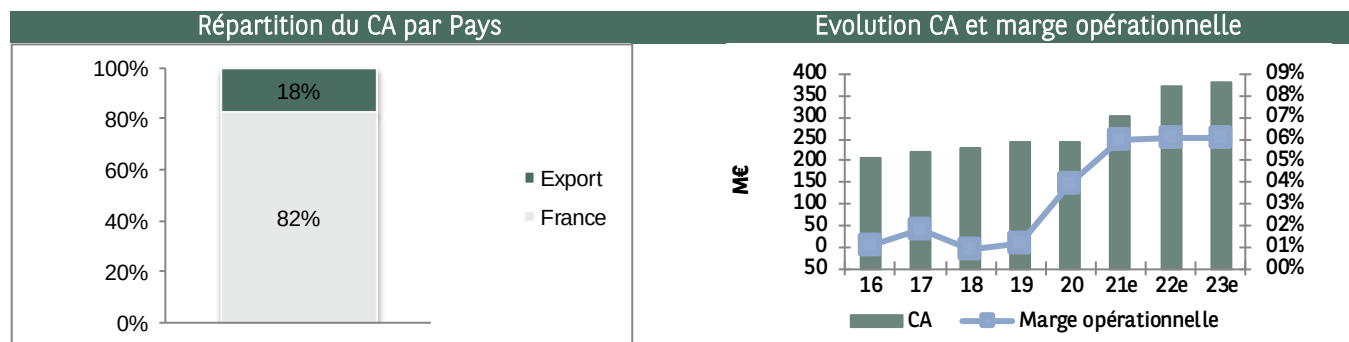
Nos travaux font ressortir une valorisation de 91,6€ par action (DCF WACC 8%, MOP normative 6,3%).

POUJOLAT

Exploitation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
CA	206,2	220,0	232,0	241,9	245,2	301,7	372,5	381,1
var. n/n-1	6,4%	6,7%	5,4%	4,3%	1,4%	23,0%	23,5%	2,3%
var. organique	6,4%	6,7%	5,4%	4,3%	1,4%	23,0%	23,5%	2,3%
EBE	10,0	11,4	10,5	13,6	20,8	29,2	34,9	37,0
ROC	2,4	3,9	2,2	2,9	9,7	18,1	22,5	23,0
var. n/n-1	-17,6%	60,7%	-42,0%	28,4%	+ / + +	86,8%	24,5%	1,9%
ROP	2,2	4,0	2,1	2,9	9,7	18,1	22,5	23,0
RCAI	0,9	2,8	1,2	2,6	9,0	17,7	21,8	22,2
IS	-0,4	-0,9	-0,3	-0,6	-2,4	-4,7	-5,5	-5,6
RN Pdg publié	0,6	1,9	0,3	1,9	6,5	12,6	15,7	16,0
RN Pdg corrigé	0,6	1,9	0,3	1,9	6,5	12,6	15,7	16,0
var. n/n-1	-20,9%	+ / + +	-83,0%	+ / + +	+ / + +	92,9%	25,2%	1,8%
Tmva CA 2018 / 2022e	12,6%							
Marge brute (%)	36,9%	35,8%	34,2%	34,9%	36,7%	35,0%	32,0%	33,5%
Marge opérationnelle (%)	1,1%	1,8%	0,9%	1,2%	4,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Marge nette (%)	0,3%	0,9%	0,1%	0,8%	2,7%	4,2%	4,2%	4,2%
Taux IS (%)	41,3%	33,4%	30,1%	23,9%	26,2%	26,5%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	-30,1%	-28,6%	-27,6%	-27,5%	-26,7%	-23,9%	-21,1%	-22,3%
CA/effectif (K€)	150	154	162	169	175	-	-	-
var. n/n-1	9,7%	2,7%	4,8%	4,9%	3,5%	-	-	-
Effectif moyen	1 374	1 427	1 436	1 427	1 398	-	-	-
var. n/n-1	-3,0%	3,9%	0,6%	-0,6%	-2,0%	-	-	-

Bilan	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Fonds propres Pdg	81,8	82,8	82,3	83,1	88,4	100,2	115,1	130,3
Dettes financières nettes	41,2	46,7	50,1	62,0	60,5	65,5	76,0	75,0
Autres	2,7	2,1	1,6	4,3	5,0	7,0	9,4	12,0
Capitaux investis	125,4	131,3	133,9	150,6	155,4	174,6	203,2	220,6
Immobilisations nettes	86,5	88,1	90,8	100,6	105,3	114,4	131,0	146,0
dont écarts d'acquisition	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6
dont financières	4,3	4,6	5,4	1,9	2,3	2,3	2,3	2,3
BFR	43,3	47,8	48,5	51,9	52,4	62,5	74,4	76,9
Actif économique	125,4	131,3	133,9	150,6	155,4	174,6	203,2	220,6
Gearing (%)	50,6%	56,6%	60,9%	73,5%	67,2%	64,1%	64,5%	56,2%
BFR/CA (%)	21,0%	21,7%	20,9%	21,5%	21,4%	20,7%	20,0%	20,2%
Dettes financières nettes/EBE (x)	4,1	4,1	4,8	4,6	2,9	2,2	2,2	2,0
ROE (%)	0,7%	2,3%	0,4%	2,3%	7,4%	12,5%	13,7%	12,3%
ROACE (%) après IS normé	1,1%	2,0%	1,2%	1,5%	4,7%	8,1%	8,9%	8,1%

Financement	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Cash Flow	8,5	9,3	8,8	14,0	18,7	24,1	28,7	30,6
Variation BFR	5,9	-4,6	-0,4	-1,6	0,6	-10,1	-11,9	-2,4
Investissements industriels	-3,4	-8,2	-9,9	-23,3	-14,8	-17,3	-25,4	-25,3
% du CA	1,6%	3,7%	4,3%	9,6%	6,0%	5,7%	6,8%	6,6%
Cash Flow Libre	11,0	-3,5	-1,5	-10,9	4,5	-3,3	-8,6	2,9
Cessions d'actifs	0,2	0,5	0,2	0,5	0,6	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-0,8	-0,8	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	4,5	-0,2	-0,6	-0,7	-1,1	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-7,9	5,4	3,4	11,9	-1,5	5,0	10,5	-1,0
Dettes financières nettes	41,2	46,7	50,1	62,0	60,5	65,5	76,0	75,0



POUJOLAT

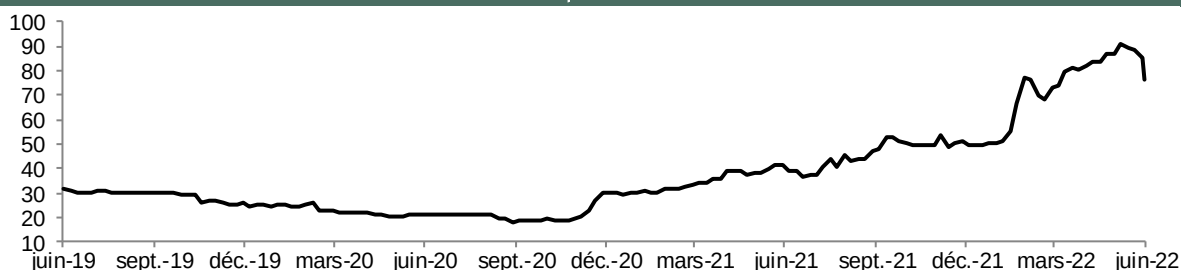
Données par action	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
BNPA	0,31	0,96	0,16	0,99	3,32	6,41	8,03	8,17
var. n/n-1	-20,9%	+ / ++	-83,0%	+ / ++	+ / ++	92,9%	25,2%	1,8%
CFPA	4,3	4,8	4,5	7,2	9,5	12,3	14,7	15,7
ANPA	41,8	42,3	42,1	42,5	45,2	51,2	58,9	66,7
Dividende net (versé en n+1)	0,40	0,50	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
Payout (%)	128,7%	52,2%	244,9%	40,5%	12,0%	6,2%	5,0%	4,9%
Tmva BNPA 2018 / 2022e	164,8%							
Tmva CFPA 2018 / 2022e	34,6%							

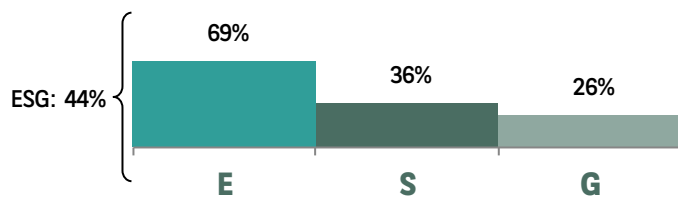
Valorisation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
PER (x)	ns	50,4	ns	28,5	7,1	11,9	9,5	9,3
PCF (x)	8,7	10,2	9,4	3,9	2,5	6,2	5,2	4,8
PAN (x)	0,9	1,1	1,0	0,7	0,5	1,5	1,3	1,1
VE/CA (x)	0,6	0,6	0,6	0,5	0,4	0,7	0,6	0,6
VE/EBE (x)	11,5	12,4	12,7	8,5	5,1	7,3	6,4	6,0
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	ns	10,9	11,7	9,9	9,6
Free Cash Flow Yield (%)	14,9%	-3,7%	-1,8%	-19,8%	9,7%	-2,2%	-5,8%	1,9%
Rendement (%)	1,1%	0,8%	1,2%	1,4%	1,7%	0,5%	0,5%	0,5%
Capitalisation (M€)	73,9	94,5	82,7	55,1	46,5	148,9	148,6	148,6
Valeur d'Entreprise (VE)	115,5	141,5	132,9	115,9	105,4	212,4	221,9	220,3
Cours de référence (€)	37,7	48,3	42,2	28,1	23,8	76,0	76,0	76,0
Nb de titres (Mio)	1,959	1,959	1,959	1,959	1,959	1,959	1,955	1,955
Nb de titres corrigé (Mio)	1,959	1,959	1,955	1,955	1,955	1,955	1,955	1,955
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	17/03/1992							
Cours d'introduction ajusté	6,1 €							

Données intermédiaires	16	17	18	19	20	21
CA T1	37,1	38,7	40,4	40,7	32,5	52,1
CA T2	61,1	55,6	59,0	64,5	66,8	76,1
CA S1	88,6	94,3	99,4	105,2	99,4	128,3
ROP S1	0,7	0,4	-0,4	21,9	2,5	7,3
RN pdg corrigé S1	-0,5	-0,3	-0,9	20,6	1,3	4,8
Marge opérationnelle S1	0,8%	0,4%	-0,4%	20,8%	2,5%	5,7%
Marge nette S1	-0,6%	-0,3%	-0,9%	19,6%	1,3%	3,7%
CA T3	66,0	70,2	75,9	83,2	76,9	94,6
CA T4	51,6	55,6	56,7	53,5	69,4	78,9
CA S2	117,6	125,7	132,6	136,7	146,4	
ROP S2	1,5	3,6	2,5	-19,0	7,2	
RN pdg corrigé S2	1,1	2,1	1,5	-18,8	5,2	
Marge opérationnelle S2	1,3%	2,9%	1,9%	-13,9%	4,9%	
Marge nette S2	1,0%	1,7%	1,2%	-13,7%	3,5%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	0,1%	4,3%	4,6%	0,6%	-20,0%	60,3%
CA T2	19,0%	-9,0%	6,0%	9,4%	3,6%	13,9%
CA T3	6,4%	6,4%	8,2%	9,6%	-7,5%	22,9%
CA T4	19,0%	7,7%	2,0%	-5,6%	29,8%	13,6%
CA S1	0,2%	6,4%	5,4%	5,8%	-5,5%	29,1%
CA S2	11,6%	7,0%	5,4%	3,1%	7,1%	
ROP S1	+ / ++	-49,4%	+ / -	- / +	-88,7%	+ / ++
ROP S2	-42,7%	+ / ++	-30,1%	+ / -	- / +	

Historique de cours





POUJOULAT

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Oui	Oui	Oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	79	87	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Non	Non	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	34,9	22,6	27,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Non	Non	Non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	6	5	5	
<i>dont indépendants</i>	1	1	1	
<i>dont femmes</i>	2	2	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Non	ND	ND	
Comité des risques	Non	ND	ND	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	ND	ND	
Comité RSE	Non	ND	ND	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	69%	69%	70%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	95%	97%	96%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

PRODWAYS

Technologie



Cours : 2,88€

14 Juin 2022

Objectif : 3,20€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Eligibilité PEA-PME

Euronext
FR0012613610 / PWG
PWG PA / PWG.FP
CAC Small
Oui

Capitalisation (M€)
Flottant (%)
Nbre de Titres (Mio)
Date de clôture

147,6
61,8%
51,264
31-Déc

Actionnariat

Famille Gorgé
Fimalac Développement
Safran Corporate Ventures
BPI France Participations

28,3%
6,6%
1,8%
1,5%

	21	22e	23e
PER	46,7	24,1	19,1
PCF	24,8	13,5	11,5
VE/CA	2,0	1,7	1,5
VE/ROP	ns	22,8	17,4
PAN	2,3	2,1	1,9
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-1,5%	1,6%	3,4%
ROACE	2,1%	8,2%	9,8%

	70,6	82,5	91,1
CA	70,6	82,5	91,1
CA précédent	70,8	82,6	91,2
var. n/n-1	23,5%	16,8%	10,4%
EBE	8,8	11,8	13,9
ROC	4,3	6,9	8,6
% CA	6,1%	8,3%	9,4%
ROP	1,8	6,2	7,9
% CA	2,5%	7,5%	8,6%
RN Pdg publié	0,6	5,5	7,0
% CA	0,9%	6,6%	7,7%

	0,01	0,11	0,14
BNPA	0,01	0,11	0,14
BNPA précédent	0,03	0,07	0,09
var. n/n-1	ns	773,8%	27,7%
BNPA Cor	0,06	0,12	0,15
ANPA	1,3	1,4	1,5
Dividende net	0,00	0,00	0,00

	-1,2	-2,9	-7,2
DFN	-1,2	-2,9	-7,2

Augustin Socié, Analyste Financier
Maxence Dhoury
+33 (0)2 40 44 94 38
augustin.socie@bnpparibas.com

Redressé et prêt à reprendre sa stratégie d'acquisition

Activité

Prodways est un acteur intégré de l'impression 3D industrielle, son offre technologique couvrant l'ensemble de la chaîne de valeur : de la vente d'imprimantes, de logiciels et de matière pour l'impression, à la production sur-mesure de prototypes rapides et de pièces de série. Le groupe s'est forgé un positionnement fort dans le secteur médical (c.55% de son activité) avec la fabrication de semelles orthopédiques, de prothèses dentaires et des protections auditives.

Marché / Concurrence

Le marché de l'impression 3D représentait en 2019 c.12Mds\$ selon le rapport Wohlers 2020, et devrait décupler au cours de la décennie à venir. La vente de machines et de matière représente c.5Mds\$, soit autant que la production de pièces. Le potentiel de ce marché semble aussi vaste que la multiplicité de ses applications (pièces de série pour l'aéronautique, prothèses médicales, verres de lunettes, etc.). Certains secteurs ont déjà basculé (notamment le dentaire et la bijouterie) alors que d'autres sont encore en phase de balbutiements. Prodways fait face à une concurrence assez large, qui s'étend de la start-up au grand groupe : Carbon, ExOne, Stratasys, Materialise, Proto Labs, 3D Systems, etc. Cependant, le groupe est l'un des rares acteurs à être profitable.

Stratégie / Perspectives

Les applications de l'impression 3D dans le dentaire devraient continuer de tirer l'activité de ventes d'imprimantes du groupe (et de la matière médicale associée), en particulier les gouttières d'alignement des dents. La production de pièces à la demande devrait poursuivre son redressement, avec la solide contribution des activités médicales (forte récurrence de l'activité). Le groupe guide sur une croissance du chiffre d'affaires 2022 comprise entre 5 et 10%, hors croissance externe. Notre scénario top-line 2022 de 82,6M€ intègre ainsi l'acquisition d'environ 5M€ de chiffre d'affaires sur l'année (CA de Creabis lors de son acquisition en 2020 : 3M€). En effet, le management est toujours à la recherche active d'opportunités M&A afin d' étoffer sa division de production à la demande (notamment dans le médical). Le groupe ne ferme néanmoins pas la porte à l'acquisition de nouvelles technologies, même si son savoir-faire commence à être assez complet.

Valorisation

Prodways a démontré sa capacité à intégrer ses acquisitions tout en améliorant sa rentabilité (atteinte du breakeven opérationnel en 2021). Le groupe a construit grâce à sa stratégie de croissance externe un des plus grands parcs de machines d'Europe. Avec 60% de revenus récurrents, le profil du groupe apparaît désormais plus défensif.

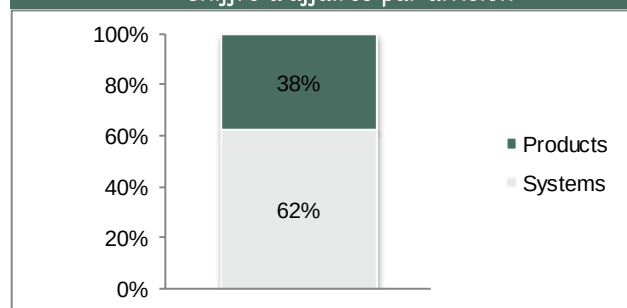
PRODWAYS

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	34,8	60,9	71,3	57,2	70,6	82,5	91,1	99,8
var. n/n-1	38,1%	75,0%	17,1%	-19,7%	23,5%	16,8%	10,4%	9,5%
var. organique	-	-	-	-	-	-	-	-
EBE	-1,2	1,3	5,3	3,3	8,8	11,8	13,9	15,8
ROC	-5,5	-3,9	-1,5	-3,8	4,3	6,9	8,6	10,3
var. n/n-1	- -/-	- -/-	- -/-	+/-	58,9%	25,3%	20,4%	
ROP	-6,5	-4,9	-3,8	-14,8	1,8	6,2	7,9	9,5
RCAI	-6,5	-5,0	-4,1	-15,1	1,6	6,0	7,7	9,3
IS	-1,2	-0,7	-0,3	1,0	-1,1	-0,6	-0,8	-1,0
RN Pdg publié	-7,6	-5,5	-4,2	-13,9	0,6	5,5	7,0	8,5
RN Pdg corrigé	-7,6	-5,5	-4,2	-13,9	0,6	5,5	7,0	8,5
var. n/n-1	- -/-	- -/-	- -/-	+/-	+/-	+/-	27,7%	21,2%
Tmva CA 2019 / 2023e	6,3%							
Marge brute (%)	46,8%	46,8%	50,9%	51,0%	54,1%	55,4%	56,2%	57,0%
Marge opérationnelle (%)	-18,6%	-8,0%	-5,3%	-25,8%	2,5%	7,5%	8,6%	9,6%
Marge nette (%)	-21,8%	-9,0%	-5,9%	-24,4%	0,9%	6,6%	7,7%	8,5%
Taux IS (%)	-18,1%	-13,7%	-6,3%	6,9%	65,6%	10,1%	10,1%	10,5%
Frais de personnel / CA (%)	-51,5%	-42,7%	-41,9%	-44,2%	-40,2%	-	-	-
CA/effectif (K€)	93	132	141	123	154	-	-	-
var. n/n-1	-8,3%	42,6%	6,6%	-13,0%	25,1%	-	-	-
Effectif moyen	375	460	505	466	460	-	-	-
var. n/n-1	50,6%	22,7%	9,8%	-7,7%	-1,3%	-	-	-

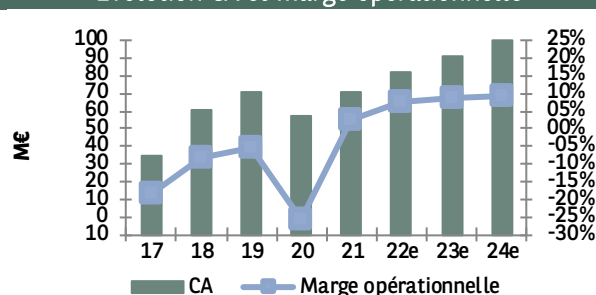
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	86,3	80,9	77,7	63,7	64,8	70,3	77,3	85,7
Dettes financières nettes	-36,7	-19,2	-9,5	-5,7	-1,2	-2,9	-7,2	-12,6
Autres	2,2	3,6	13,2	11,0	9,9	9,9	9,9	9,9
Capitaux investis	52,2	65,7	81,2	68,7	73,6	77,2	79,8	82,7
Immobilisations nettes	51,1	62,2	75,7	68,3	73,2	75,8	78,5	81,2
dont écarts d'acquisition	34,4	37,9	38,1	38,1	41,8	41,8	41,8	41,8
dont financières	2,5	1,6	1,7	3,3	3,5	3,7	3,9	4,1
BFR	1,1	3,5	5,6	0,3	0,4	1,4	1,4	1,5
Actif économique	52,2	65,7	81,2	68,7	73,6	77,2	79,8	82,7
Gearing (%)	-42,4%	-23,6%	-12,2%	-9,0%	-1,8%	-4,1%	-9,3%	-14,8%
BFR/CA (%)	3,0%	5,8%	7,8%	0,6%	0,5%	1,7%	1,5%	1,6%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	ns	ns	ns	1,0%	7,8%	9,0%	9,9%
ROACE (%) après IS normé	ns	ns	ns	ns	2,1%	8,2%	9,8%	11,4%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-1,6	0,8	4,6	-0,2	5,9	11,0	13,0	14,8
Variation BFR	-2,1	-1,8	0,9	5,5	-0,8	-1,2	-0,2	-0,4
Investissements industriels	-4,8	-5,1	-10,1	-7,7	-7,3	-7,4	-7,7	-8,0
% du CA	13,8%	8,3%	14,2%	13,4%	10,3%	9,0%	8,5%	8,0%
Cash Flow Libre	-8,5	-6,2	-4,7	-2,4	-2,2	2,3	5,1	6,5
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,6	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-8,5	-9,4	-6,3	-0,3	-3,3	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	62,5	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-1,2	-2,0	0,6	-1,2	0,8	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-44,3	17,5	9,7	3,7	4,6	-1,7	-4,3	-5,5
Dettes financières nettes	-36,7	-19,2	-9,5	-5,7	-1,2	-2,9	-7,2	-12,6

Chiffre d'affaires par division



Evolution CA et marge opérationnelle



PRODWAYS

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-0,15	-0,11	-0,08	-0,27	0,01	0,11	0,14	0,17
var. n/n-1	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-	-/+	94,2%	25,8%	20,1%
CFPA	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3
ANPA	1,7	1,6	1,5	1,2	1,3	1,4	1,5	1,7
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	29,1%							

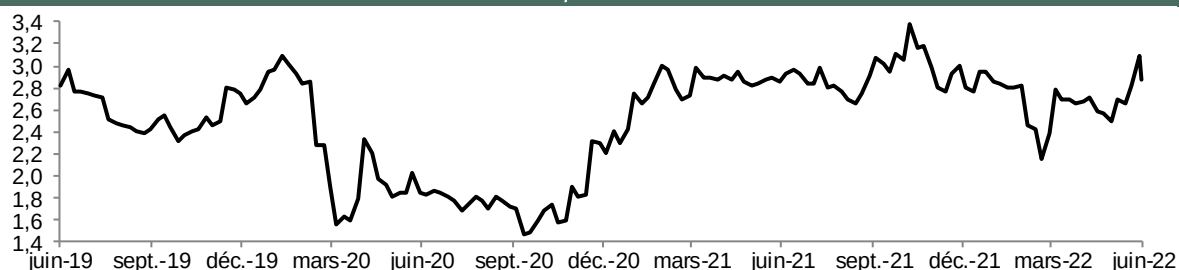
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	ns	ns	46,7	24,1	19,1	15,9
PCF (x)	ns	ns	ns	ns	24,8	13,5	11,5	10,0
PAN (x)	3,3	2,6	1,8	1,6	2,3	2,1	1,9	1,7
VE/CA (x)	7,2	3,1	1,8	1,6	2,0	1,7	1,5	1,3
VE/EBE (x)	ns	ns	24,0	28,1	16,2	12,0	9,8	8,3
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	ns	ns	22,8	17,4	13,7
Free Cash Flow Yield (%)	-2,9%	-3,0%	-3,4%	-2,3%	-1,5%	1,6%	3,4%	4,3%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	288,3	207,7	138,7	103,3	147,4	147,6	147,6	147,6
Valeur d'Entreprise (VE)	249,5	187,4	127,3	94,0	142,7	141,0	136,5	130,7
Cours de référence (€)	5,7	4,1	2,7	2,0	2,9	2,9	2,9	2,9
Nb de titres (Mio)	50,816	50,816	51,078	51,078	51,264	51,264	51,264	51,264
Nb de titres corrigé (Mio)	51,338	51,028	51,673	51,619	51,582	51,582	51,582	51,582
% de la dilution	1,1%	0,5%	1,3%	1,2%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Date d'introduction	12/05/2017							
Cours d'introduction ajusté	4,8 €							

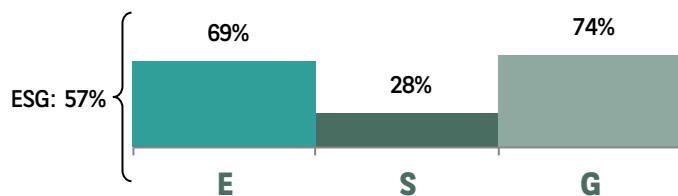
Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	0,0	13,5	17,4	15,5	16,6	18,6
CA T2	0,0	14,1	17,9	11,4	17,5	
CA S1	14,6	27,6	35,3	26,8	34,1	
ROP S1	-3,2	-2,4	-2,4	-10,0	0,9	
RN pdg corrigé S1	-2,9	-2,8	-2,8	-8,7	-0,3	
Marge opérationnelle S1	-21,9%	-8,6%	-6,9%	-37,1%	2,5%	
Marge nette S1	-20,0%	-10,3%	-7,8%	-32,3%	-0,9%	
CA T3	7,1	13,9	16,0	13,1	16,4	
CA T4	13,1	19,4	20,0	17,3	20,2	
CA S2	20,2	33,3	36,0	30,4	36,6	
ROP S2	-3,3	-2,5	-1,3	-4,8	0,9	
RN pdg corrigé S2	-4,7	-2,6	-1,4	-5,3	1,0	
Marge opérationnelle S2	-16,2%	-7,6%	-3,7%	-15,8%	2,5%	
Marge nette S2	-23,1%	-7,9%	-4,0%	-17,4%	2,6%	

Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	+ / ++	28,9%	-10,9%	7,1%	12,0%
CA T2	-	+ / ++	27,3%	-36,3%	53,5%	
CA T3	- / +	95,8%	15,1%	-18,1%	25,2%	
CA T4	- / +	48,9%	2,8%	-13,5%	16,8%	
CA S1	18,2%	88,1%	28,1%	-23,9%	27,1%	
CA S2	57,2%	65,4%	7,9%	-15,5%	20,4%	
ROP S1	- - / -	- - / -	- - / -	+ / ++	- / +	
ROP S2	- - / -	- - / -	- - / -	+ / ++	- / +	

Historique de cours





PRODWAYS

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	9,7	9,4	7,6	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Modéré	Modéré	Modéré	L'impression 3D permet d'utiliser moins de matières, de limiter les stocks et de produire au plus près de l'utilisateur final, réduisant les émissions de transport.
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	32%	32%	35%	En fonction des filiales.
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	1,2%	1,1%	0,2%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	22%	9,0%	17%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	22%	12%	19%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	186	186	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	6,9	10,4	5,1	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenext	17/19	18/19	21/22	Code Middenext.
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	8	8	7	
<i>dont indépendants</i>	3	3	4	
<i>dont femmes</i>	4	4	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	87%	83%	98%	
Comité d'audit	Non	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	67%	67%	29%	Famille Gorgé.
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Non	La méthode de calcul de la rémunération variable n'est pas divulguée, jugée confidentielle.
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	8,64	4,51	13,56	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	98%	98%	97%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

QUADIENT

Services aux entreprises



Cours : 18,13€ 14 Jun 2022

Objectif : 34,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000120560 / QDT
Reuters / Bloomberg	QDT.PA / QDT:FP
Indice	CAC Small
Contrat de prestation analyse	
Eligibilité PEA-PME	Non
Capitalisation (M€)	626,6
Flottant (%)	85,4%
Nbre de Titres (Mio)	34,563
Date de clôture	31-Jan

Actionnariat	
Management et salariés	0,6%
Teleios Capital Partners GmbH	14,0%
Dimensional Fund Advisors	4,4%
Janus Henderson Investors	5,6%

	21	22e	23e
PER	7,1	6,6	5,7
PCF	5,6	3,5	3,2
VE/CA	1,3	1,0	0,9
VE/ROP	11,4	7,3	5,7
PAN	0,5	0,5	0,5
Rendement	2,3%	3,0%	3,1%
Free Cash Flow Yield	11,5%	16,1%	19,8%
ROACE	6,3%	6,5%	7,4%

CA	1 025,4	1 065,0	1 104,2
CA précédent	1 025,4	1 065,0	1 104,2
var. n/n-1	-0,4%	3,9%	3,7%
EBE	246,0	266,8	289,1
ROC	136,4	158,4	179,1
% CA	13,3%	14,9%	16,2%
ROP	117,1	148,4	169,1
% CA	11,4%	13,9%	15,3%
RN Pdg publié	89,3	86,8	101,7
% CA	8,7%	8,2%	9,2%

BNPA	2,61	2,54	2,97
BNPA précédent	2,61	2,54	2,97
var. n/n-1	120,7%	-2,8%	17,2%
BNPA Cor	3,05	2,73	3,16
ANPA	39,5	35,3	37,7
Dividende net	0,55	0,57	0,59
DFN	442,5	572,8	469,2

Yann de Peyrelongue, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 39

yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com

Saisir la balle au bond

Activité

Quadient est présent sur 3 métiers : 1/ les logiciels (ICA – 20% du CA 2021) avec un positionnement historique sur l'expérience et la communication client dans les grandes entreprises et plus récemment sur les PME ainsi que sur la dématérialisation de factures et l'automatisation des processus de paiement clients et fournisseurs. 2/ sur les consignes colis automatiques (PLS – 8% du CA) et 3/ l'activité de courrier physique (MRS – 64% du CA), avec notamment des machines à affranchir et de la mise sous pli.

Marché / Concurrence

Le marché des logiciels est dynamique, et les segments adressés par Quadient sont en croissance de 5 à 15% (grandes entreprise vs PME). Le marché est très fragmenté et compte les grands noms du secteur tels que SAP, Adobe, Opentext ou des acteurs plus petits comme Esker, Sidetrade ou Coupa software.

Le marché des consignes colis est lui aussi en croissance à deux chiffres, avec des concurrents qui privilégient une approche de complément d'offre (Amazon qui les utilise pour son propre réseau de livraisons). Quadient se positionne en fournisseur pur et est agnostique à ses clients. A ce stade, Quadient est surtout présent sur les marchés japonais et nord américains.

L'activité historique du groupe, le courrier physique, est un marché très concentré, avec comme principal concurrent le numéro 1 mondial Pitney Bowes (nord américain). Le marché subit la dématérialisation croissante et est attendu en décroissance de -5% par an en moyenne.

Stratégie / Perspectives

La stratégie de Quadient consiste à utiliser sa vache à lait (MRS) pour financer ses deux moteurs de croissance que sont ICA et PLS. Les synergies entre pôles sont fortes avec 1/ des synergies commerciales fortes entre ICA et MRS : aider l'énorme base de clients (400 000) à dématérialiser ses courriers et processus alors que la réglementation devient plus contraignante et 2/ des synergies de coûts entre MRS et PLS (hardware).

Les perspectives sont bonnes pour Quadient, puisque l'effet mix va jouer à plein pour une accélération des agrégats économiques (chiffre d'affaires, EBIT, FCF ou encore ROCE).

Valorisation

Nous valorisons Quadient par DCF (32€) et SOTP (36€). Le couple rendement risque est particulièrement favorable car nous estimons que dans ces prix (et toutes choses égales par ailleurs), une décroissance de -7% CAGR entre maintenant et 2026, là où nous anticipons plutôt -3%.

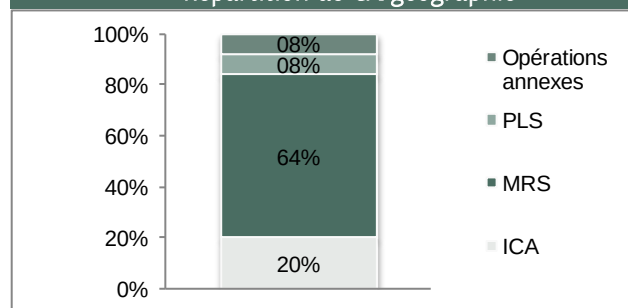
QUADIENT

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	1 111,7	1 104,3	1 193,4	1 029,5	1 025,4	1 065,0	1 104,2	1 158,5
var. n/n-1	-4,1%	-0,7%	8,1%	-13,7%	-0,4%	3,9%	3,7%	4,9%
var. organique	-5,1%	0,2%	1,4%	-6,8%	5,1%	2,3%	3,2%	4,9%
EBE	284,7	284,8	332,8	246,1	246,0	266,8	289,1	300,2
ROC	191,0	194,5	220,3	132,2	136,4	158,4	179,1	187,5
var. n/n-1	-5,9%	1,8%	13,3%	-40,0%	3,2%	16,1%	13,1%	4,7%
ROP	166,4	169,9	127,7	96,0	117,1	148,4	169,1	177,5
RCAI	131,8	139,4	86,6	64,4	109,3	115,8	135,7	150,6
IS	-0,8	-36,8	-21,4	-23,8	-20,0	-28,9	-33,9	-37,6
RN Pdg publié	132,1	102,5	64,8	40,5	89,3	86,8	101,7	112,9
RN Pdg corrigé	107,5	111,4	120,7	67,4	104,5	93,3	108,2	119,4
var. n/n-1	-11,5%	3,7%	8,3%	-44,1%	55,0%	-10,6%	16,0%	10,3%
Tmva CA 2019 / 2023e	-1,9%							
Marge brute (%)	74,9%	75,4%	74,7%	72,2%	72,7%	70,9%	75,2%	75,1%
Marge opérationnelle (%)	15,0%	15,4%	10,7%	9,3%	11,4%	13,9%	15,3%	15,3%
Marge nette (%)	9,7%	10,1%	10,1%	6,5%	10,2%	8,8%	9,8%	10,3%
Taux IS (%)	0,6%	26,4%	24,7%	37,0%	18,3%	25,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	39,9%	41,0%	39,0%	41,7%	41,6%	-	-	-
CA/effectif (K€)	190	197	210	197	206	-	-	-
var. n/n-1	-0,9%	3,8%	6,4%	-6,2%	4,7%	-	-	-
Effectif moyen	5 856	5 605	5 693	5 235	4 979	-	-	-
var. n/n-1	-3,2%	-4,3%	1,6%	-8,0%	-4,9%	-	-	-

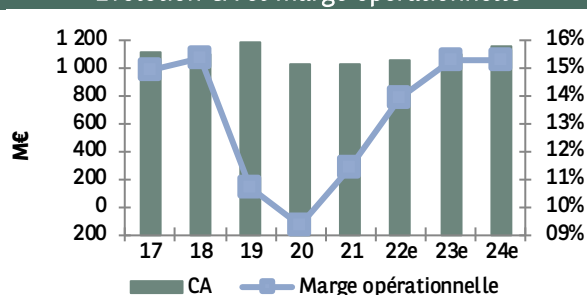
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	1 161,1	1 238,6	1 238,4	1 233,2	1 350,4	1 207,3	1 289,5	1 382,1
Dettes financières nettes	674,9	617,7	589,2	441,9	442,5	572,8	469,2	351,3
Autres	39,1	34,4	35,7	48,0	39,2	39,2	39,2	39,2
Capitaux investis	1 883,2	1 899,5	1 873,5	1 730,2	1 840,6	1 828,8	1 808,4	1 784,1
Immobilisations nettes	1 458,4	1 480,2	1 409,6	1 370,7	1 452,4	1 456,1	1 498,8	1 504,4
dont écarts d'acquisition	1 061,5	1 127,3	1 045,3	1 026,0	1 119,8	1 119,8	1 119,8	1 119,8
dont financières	136,4	148,7	163,8	144,5	132,7	136,4	139,1	144,7
BFR	424,8	419,3	463,9	359,5	348,2	332,7	309,6	279,7
Actif économique	1 883,2	1 899,5	1 873,5	1 730,2	1 840,6	1 828,8	1 808,4	1 784,1
Gearing (%)	57,7%	49,5%	47,2%	35,6%	32,6%	47,1%	36,1%	25,2%
BFR/CA (%)	38,2%	38,0%	38,9%	34,9%	34,0%	31,2%	28,0%	24,1%
Dettes financières nettes/EBE (x)	2,4	2,2	1,8	1,8	1,8	2,1	1,6	1,2
ROE (%)	11,4%	8,3%	5,2%	3,3%	6,6%	7,2%	7,9%	8,2%
ROACE (%) après IS normé	6,7%	7,0%	5,4%	5,0%	6,3%	6,5%	7,4%	7,8%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	195,6	184,7	146,1	161,8	132,1	179,2	195,0	208,0
Variation BFR	43,4	47,3	17,9	64,2	31,0	15,5	23,1	29,9
Investissements industriels	-98,8	-87,9	-95,8	-71,8	-77,8	-95,0	-95,0	-99,8
% du CA	8,9%	8,0%	8,0%	7,0%	7,6%	8,9%	8,6%	8,6%
Cash Flow Libre	140,2	144,1	68,2	154,2	85,3	99,7	123,1	138,2
Cessions d'actifs	3,1	8,0	0,5	0,2	1,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-23,4	-26,3	-11,9	-8,9	-61,2	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-58,6	-58,5	-18,2	-12,0	-17,2	-18,9	-19,5	-20,3
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-736,2	-10,1	-10,1	13,8	-8,5	-211,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-113,9	-57,2	-28,5	-147,3	0,6	130,3	-103,6	-117,9
Dettes financières nettes	674,9	617,7	589,2	441,9	442,5	572,8	469,2	351,3

Répartition du CA/géographie



Evolution CA et marge opérationnelle



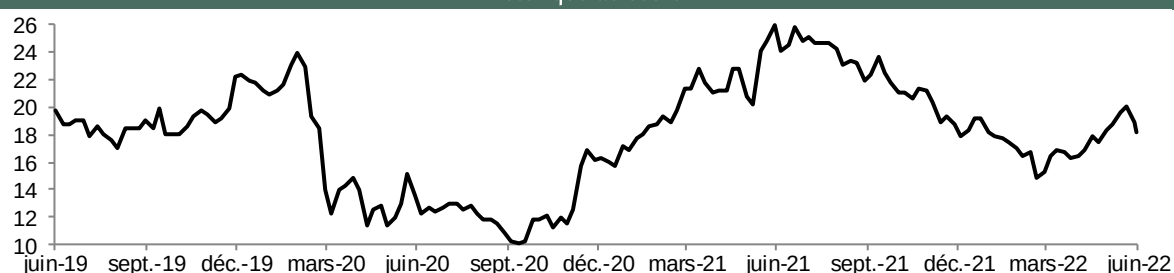
QUADIENT

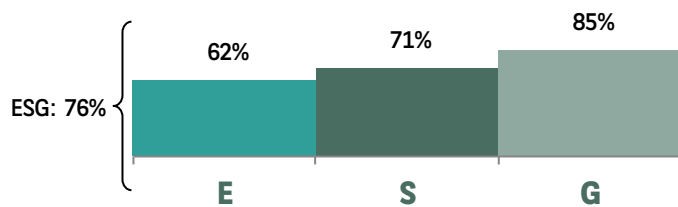
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	3,85	2,99	1,89	1,18	2,61	2,54	2,97	3,30
var. n/n-1	-11,3%	3,8%	8,2%	-44,1%	55,1%	-10,6%	16,0%	10,3%
CFPA	5,7	5,4	4,3	4,7	3,9	5,2	5,7	6,1
ANPA	33,9	36,2	36,1	36,0	39,5	35,3	37,7	40,4
Dividende net (versé en n+1)	1,70	0,53	0,35	0,50	0,55	0,57	0,59	0,66
Payout (%)	54,2%	16,3%	9,9%	25,4%	18,0%	20,8%	18,7%	18,8%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	-2,6%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	7,5%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	10,6	7,3	5,7	7,2	7,1	6,6	5,7	5,2
PCF (x)	5,8	4,4	4,7	3,0	5,6	3,5	3,2	3,0
PAN (x)	1,0	0,7	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4
VE/CA (x)	1,8	1,4	1,2	1,1	1,3	1,0	0,9	0,7
VE/EBE (x)	6,9	5,5	4,2	4,4	5,4	4,0	3,4	2,8
VE/ROP (x)	11,9	9,3	11,0	11,3	11,4	7,3	5,7	4,8
Free Cash Flow Yield (%)	12,3%	17,8%	9,9%	31,7%	11,5%	16,1%	19,8%	22,3%
Rendement (%)	5,1%	7,2%	2,6%	2,5%	2,3%	3,0%	3,1%	3,3%
Capitalisation (M€)	1 142,5	815,4	691,0	488,9	742,4	623,5	623,5	623,5
Valeur d'Entreprise (VE)	1 977,0	1 577,1	1 410,1	1 081,2	1 335,9	1 077,6	970,3	845,8
Cours de référence (€)	33,2	23,7	20,1	14,2	21,6	18,1	18,1	18,1
Nb de titres (Mio)	34,425	34,401	34,413	34,407	34,390	34,390	34,390	34,390
Nb de titres corrigé (Mio)	34,272	34,249	34,281	34,253	34,225	34,225	34,225	34,225
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	28/02/1999							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	276,0	249,0	266,0	239,0	245,0
CA T2	282,8	279,0	291,0	246,0	258,3
CA S1	558,8	528,0	557,0	485,0	504,8
ROP S1	82,9	82,6	79,3	41,9	53,5
RN pdg corrigé S1	55,5	48,2	42,7	22,1	45,7
Marge opérationnelle S1	14,8%	15,6%	14,2%	8,6%	10,6%
Marge nette S1	9,9%	9,1%	7,7%	4,6%	9,1%
CA T3	263,0	264,0	278,0	258,0	248,0
CA T4	289,9	300,0	321,0	287,0	272,6
CA S2	552,9	564,0	599,0	545,0	520,6
ROP S2	83,5	75,0	11,0	54,6	206,3
RN pdg corrigé S2	52,0	54,8	52,5	45,6	137,8
Marge opérationnelle S2	15,1%	13,3%	1,8%	10,0%	39,6%
Marge nette S2	9,4%	9,7%	8,8%	8,4%	26,5%
Taux de croissance (n/n-1)					
CA T1	1,1%	-9,8%	6,8%	-10,2%	2,5%
CA T2	-0,2%	-1,3%	4,3%	-15,5%	5,0%
CA T3	-5,7%	0,4%	5,3%	-7,2%	-3,9%
CA T4	-10,3%	3,5%	7,0%	-10,6%	-5,0%
CA S1	0,4%	-5,5%	5,5%	-12,9%	4,1%
CA S2	-8,2%	2,0%	6,2%	-9,0%	-4,5%
ROP S1	-3,6%	-0,4%	-4,0%	-47,2%	27,7%
ROP S2	-12,0%	-10,2%	-85,3%	+ / ++	+ / ++

Historique de cours





QUADIENT

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2020	2021	2022	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	14,7	10,5	9,3	Objectif 2030 vs 2018 : -28% d'émission scopes 1 , 2. Cet objectif ayant été atteint en 2021, Quadient vise maintenant un objectif de réduction de 50,4% des scope 1 , 2 à horizon 2030 compatible avec le scénario 1,5°C.
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2020	2021	2022	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	31%	33%	34%	Dont 29,1% parmi les managers (en constante progression)
Index égalité salariale femmes / hommes	71	84	91	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	Programme Empower Women
Part des personnes en situation de handicap	1,7%	1,8%	2,2%	Programme Empowered Communities pour promouvoir l'intégration des handicapés
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	86%	80%	81%	Objectif de +90% d'ici 2023
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	13%	10%	16%	Moyenne arithmétique du nombre de salariés partis et du nombre de salariés arrivés divisée par le nombre initial de salariés en début de période
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Oui	Oui	Score enquête "Best Place to work" 71,4/75 en 2021. Objectif >70
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	536 825	438 536	223 208	
Taux d'absentéisme	4,8%	5,4%	3,0%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	4,2	3,1	1,5	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2020	2021	2022	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	Afep-Medef
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	11	12	12	
<i>dont indépendants</i>	9	8	8	
<i>dont femmes</i>	4	4	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	93%	91%	92%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Oui	Oui	Oui	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	11%	15%	14%	Teleios Capital Partners GmbH
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	37,4	38,2	28,1	Augmentation exceptionnelle avec la gestion de la pandémie
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2020	2021	2022	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	89% des fournisseurs (objectif >85%)
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	97% de satisfaction globale
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	90%	92%	95%	EY pour 90% et Finexsi Audit pour 10%



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

QUANTUM GENOMICS

Biotech _ Pharma



Cours : 1,56€

14 Juin 2022

Objectif : 9,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME

Euronext Growth
FR0011648971 / ALQGC
ALQGC.PA / ALQGC.FP
Euronext GROWTH

Oui

Capitalisation (M€)
Flottant (%)
Nbre de Titres (Mio)
Date de clôture

54,1
54,4%
34,620
31-Déc

Actionnariat

Dirigeants & Fondateurs
Thétys
Otium
Institutionnels

5,2%
2,9%
14,7%
22,8%

	21	22e	23e
Cash Flow Libre	-16,3	-11,6	19,6
Inv. financiers	0,0	0,0	0,0
Augmentation capital	0,8	17,5	0,0
Var Trésorerie	-16,6	8,9	19,6
Trésorerie nette	10,5	19,4	39,0
Trésorerie nette/action	0,39	0,71	1,43

Prod. d'exploitation	3,2	2,9	31,7
ROP	-19,2	-13,3	21,8
% Prod. exploitation	ns	ns	68,9%
RN pdg publié	-16,6	-10,5	24,8
% Prod. exploitation	ns	ns	78,1%

La perspective d'un deal global USA/UE s'amenuise

Activité

Quantum Genomics développe une nouvelle classe thérapeutique dans le traitement de l'hypertension et l'insuffisance cardiaque. Firibastat est le premier antihypertenseur de sa catégorie. Son mécanisme d'action repose sur l'inhibition d'une enzyme cérébrale responsable du contrôle de la pression sanguine. Les BAPAI (Brain AminoPeptidase A Inhibitor) sont une nouvelle classe thérapeutique découverte par la société. La force de ces derniers réside dans son action au niveau du cerveau, lui permettant d'avoir un effet sur un panel de constantes cardiovasculaires. Quantum Genomics est la seule société à utiliser cette technologie qui se démarque de tous les antihypertenseurs commercialisés et présente un intérêt certain dans l'hypertension artérielle difficile à traiter/résistante ainsi que dans l'insuffisance cardiaque.

Marché / Concurrence

Avec 1,13 milliard de personnes atteintes dans le monde (OMS), l'HTA est l'une des maladies les plus répandues. Toujours selon l'OMS, un adulte sur trois en serait atteint. Si la situation ne s'améliore pas, on estime qu'en 2025, le nombre d'hypertendus dans le monde aura atteint 1,56 milliard d'individus. L'HTA est une maladie largement adressée par l'industrie pharmaceutique, il existe bon nombre de médicaments blockbusters qui sont commercialisés ainsi que des génériques. Malgré l'existence de très nombreuses solutions thérapeutiques, on estime que plus de 50% des personnes traitées conservent une pression artérielle toujours trop élevée. De plus, on estime que 15% des patients traités présentent une HTA résistante. Nous anticipons une commercialisation potentielle dès 2024 aux USA et en Europe. Selon nous, le potentiel de ventes du Firibastat au pic, dans cette indication, est de 2,5 Md€ en 2034. Par ailleurs, le Firibastat est également évalué (phase III en préparation) dans l'insuffisance cardiaque. Avec une commercialisation potentielle en 2026 nous estimons le pic de ventes potentiel à 1 Md€ en 2034 sur cette indication.

Stratégie / Perspectives

Les résultats de l'étude de phase III (FRESH) sont attendus pour octobre 2022. Pour rappel, ces résultats étaient initialement attendus au T4 2021 puis au T2 2022. Nous comprenons que ces retards successifs ont pour cause principale des difficultés à recruter les patients dans l'étude en lien avec la pandémie de Covid-19. Toutefois, le dernier patient de l'étude vient d'être recruté. On ne s'attend donc pas à d'autre retard sur ce volet. Nous attendions les résultats cliniques de FRESH comme catalyseur important dans la conclusion du deal majeur attendu avec une Big Pharma sur les régions USA et UE. Le décalage de ces résultats retarde d'autant la perspective de signature de ce deal selon nous. Notre modèle de valorisation tient désormais compte d'un deal au S1 2023 contre S1 2022 précédemment. Nous maintenons la structure et le montant du deal (USA/UE ; HTA + IC ; 380 M€ dont 29 M€ d'upfront) mais abaissons notre probabilité d'occurrence de 46% à 40% pour tenir compte des difficultés que rencontre la société dans sa prospection des partenaires potentiels. Au niveau trésorerie, cette dernière vient d'être renforcée de 17.5 M€ par une AK réservée conférant une visibilité financière au T2 2023.

Valorisation

Valorisation rNPV. Après actualisation, notre objectif passe de 10€ à 9€ (incluant 10% de décote ESG) et nous restons à Acheter (1).

Mohamed Kaabouni, Analyste Financier

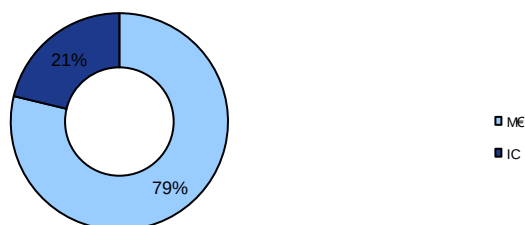
+33 (0)2 40 44 94 10
mohamed.kaabouni@bnpparibas.com

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 14/06/2022 - 15:40 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

QUANTUM GENOMICS

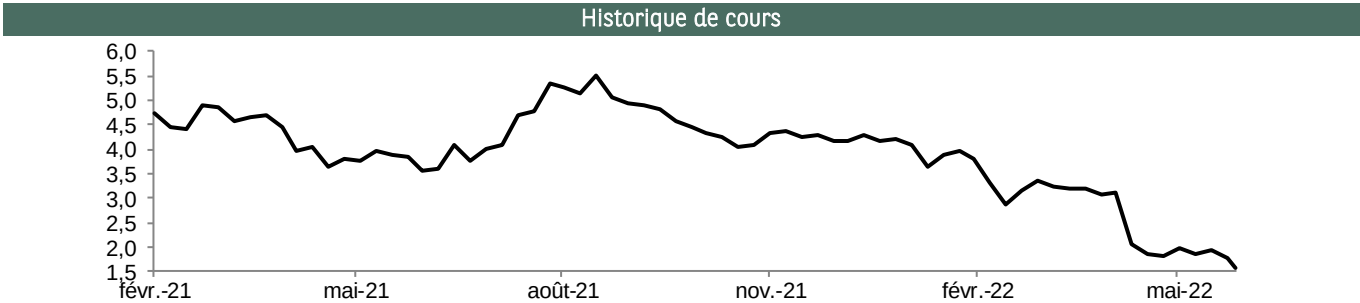
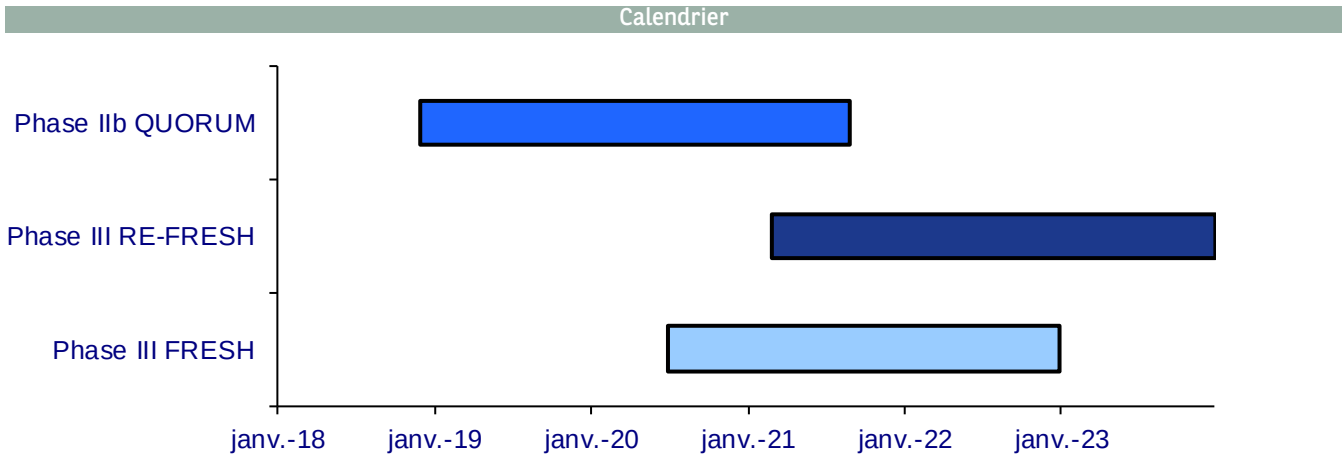
Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-9,2	-11,8	-9,3	-11,4	-14,6	-10,5	24,8	0,0
Variation BFR	1,2	0,9	-1,4	-0,6	-1,6	-1,1	-5,1	0,0
Investissements industriels	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,1	0,0
Cash Flow Libre	-7,9	-10,9	-10,8	-12,4	-16,3	-11,6	19,6	0,0
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,1	-0,2	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	7,7	15,1	7,4	28,5	0,8	17,5	0,0	0,0
Autres	34,3	-0,2	-0,3	0,0	-1,2	3,0	0,0	-39,0
Variation Trésorerie	-	3,7	-3,6	16,0	-16,6	8,9	19,6	-39,0
Trésorerie nette	11,1	14,8	11,2	27,2	10,5	19,4	39,0	0,0
Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Produit d'exploitation	0,0	0,1	0,4	2,3	3,2	2,9	31,7	53,1
ROP	-10,3	-13,6	-10,8	-13,9	-19,2	-13,3	21,8	48,6
CIR	1,1	1,5	1,5	2,1	2,7	2,8	2,9	3,1
R&D immobilisée	-	-	-	-	-	-	-	-
Frais R&D	7,7	10,7	7,9	13,3	18,5	12,7	6,4	1,0
RN Pdg publié	-9,4	-12,0	-9,1	-11,5	-16,6	-10,5	24,8	51,7
Frais de personnel	1,6	1,6	1,7	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6
Effectif moyen	13	8	8	8	8	8	8	8
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	8,9	11,9	10,2	27,1	11,4	18,4	43,2	0,0
Autres	1,3	1,3	1,0	1,2	0,6	3,6	3,6	0,0
Capitaux investis	10,1	13,2	11,2	28,3	12,1	22,1	46,8	0,0
Immobilisations nettes	0,4	0,6	0,9	1,5	1,2	1,3	1,3	0,0
dont écarts d'acquisition	-	-	-	-	-	-	-	-
dont financières	-	-	-	-	-	-	-	-
Trésorerie nette	11,1	14,8	11,2	27,2	10,5	19,4	39,0	0,0
BFR	-1,4	-2,3	-0,9	-0,3	0,3	1,4	6,5	0,0
Actif économique	10,1	13,2	11,2	28,3	12,1	22,1	46,8	0,0

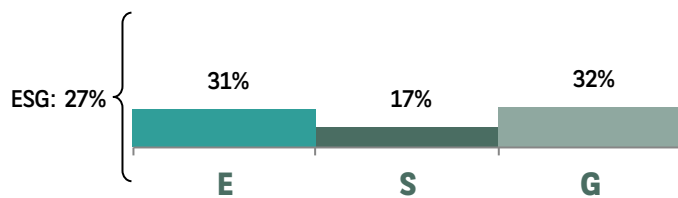
Valorisation NPV



Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Trésorerie nette / action	1,01	0,94	0,62	0,99	0,39	0,71	1,43	0,00
CFPA	-0,8	-0,7	-0,5	-0,4	-0,5	-0,4	0,9	0,0
Nb de titres (Mio)	10,989	15,774	18,065	27,348	27,348	27,348	27,348	27,348
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	-	-	-	-	-	-	-	-

QUANTUM GENOMICS





QUANTUM GENOMICS

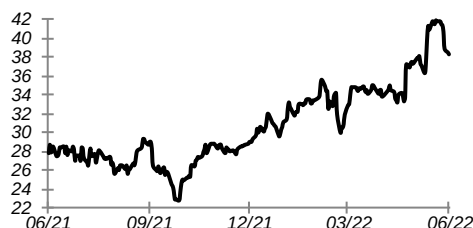
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	45%	ND	43%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Non	Non	ND	
Part des personnes en situation de handicap	0,0%	0,0%	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	9,0%	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	0,0%	25%	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	246 477	238 461	238 461	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,0	0,0	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Non	Non	Non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	4	4	5	
<i>dont indépendants</i>	0,5	0,5	0,4	
<i>dont femmes</i>	0,25	0,25	0,2	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	100%	100%	ND	
Comité d'audit	Non	Non	Non	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	5,5%	3,7%	14%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Non	Non	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	100%	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

REALITES

Immobilier



Cours : 38,30€ 14 Jun 2022

Objectif : 49,50€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0011858190 / ALREA
Reuters / Bloomberg ALREA.PA / ALREA:FP
Indice Euronext GROWTH
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **137,0**
Flottant (%) 24,6%
Nbre de Titres (Mio) 3,577
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Dirigeants Fondateurs 66,3%
Managers 8,3%
Flottant 24,6%

	21	22e	23e
PER	11,9	10,2	7,0
PCF	4,1	7,0	6,3
VE/CA	0,9	0,7	0,5
VE/ROP	12,7	9,4	8,0
PAN	1,1	1,0	0,9
Rendement	0,7%	1,3%	3,8%
Free Cash Flow Yield	-33,8%	-6,6%	-8,7%
ROACE	6,0%	6,0%	6,9%

	2020	2021	2022
CA	285,7	414,3	538,5
CA précédent	285,7	414,2	538,5
var. n/n-1	39,5%	45,0%	30,0%
EBE	36,8	48,8	56,2
ROC	20,7	29,3	36,3
% CA	7,2%	7,1%	6,7%
ROP	20,7	29,3	36,3
% CA	7,2%	7,1%	6,7%
RN Pdg publié	8,0	13,2	19,3
% CA	2,8%	3,2%	3,6%

	2020	2021	2022
BNPA	2,29	3,75	5,50
BNPA précédent	2,31	4,65	6,44
var. n/n-1	30,7%	63,8%	46,5%
BNPA Cor	2,28	3,75	5,50
ANPA	25,0	38,2	42,2
Dividende net	0,50	1,47	2,16

	2020	2021	2022
DFN	143,0	116,9	131,9

Arnaud Despre, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 52
arnaud.despre@bnpparibas.com

Ma petite entreprise...

Activité

Le groupe Réalités tend à s'éloigner de l'image de la promotion immobilière, qui « remplit des dents creuses », et préfère agir en répondant aux nouveaux enjeux des métropoles avec lesquelles il travaille. Réalités a ainsi développé en interne ou via M&A un pôle maîtrise d'usage axé aujourd'hui autour de trois secteurs : Hospitalité, Santé et Entertainment. Le modèle économique est aujourd'hui basé sur l'alimentation de la maîtrise d'ouvrage par l'offre d'usage développée ou acquise par le groupe. Nous retenons également de nos échanges avec le management le fait que Réalités semble adopter une approche différente dans son process de réalisation des projets, avec l'implication dès le départ (développement foncier du groupe) des besoins de la collectivité, avec à la clé des perturbations moins importantes dans la chaîne de mise en commercialisation des programmes.

Marché / Concurrence

Réalités affichait à fin 2021 un portefeuille foncier de 1 353M€, qui représentait ainsi 4,8x années de CA (CA 2021 285,7M€, +39,5%). Parmi les promoteurs côtés, Réalités est le groupe qui affiche la plus forte progression avec un TCAM 6y de 31,6% (Bassac 10,6%, Kaufman & Broad 10,7%, estimation 8,4% pour Nexity). En 2020, Réalités a enregistré 1 523 réservations de lots, nettes des annulations. Cela confère au groupe une part de marché de 1,1% au niveau national, soit un doublement de cette part en l'espace de cinq ans. L'accélération de la transformation du foncier en offre commerciale à fin 2021 devrait marquer une nette accélération des prises de parts de marché (pdm) sur 2022.

Stratégie / Perspectives

Réalités vise entre 2020 et 2025 une multiplication par 4 de son CA pour une marge opérationnelle à minima de 8% et une diversification à 80% maîtrise d'ouvrage / 20% en usage. Le développement foncier solide, le backlog commercial et l'accélération de l'offre commerciale (moins perturbée vs peers) permettent de rendre cet objectif ambitieux... réaliste. Le groupe devra tout de même faire face à d'importants enjeux dans les mois/années à venir. Il faudra 1/ poursuivre le rythme du développement foncier de ces dernières années, et donc très certainement poursuivre son expansion géographique et 2/ commercialiser/activer à un rythme nettement supérieur à celui des dernières années. L'humain sera la clé.

Valorisation

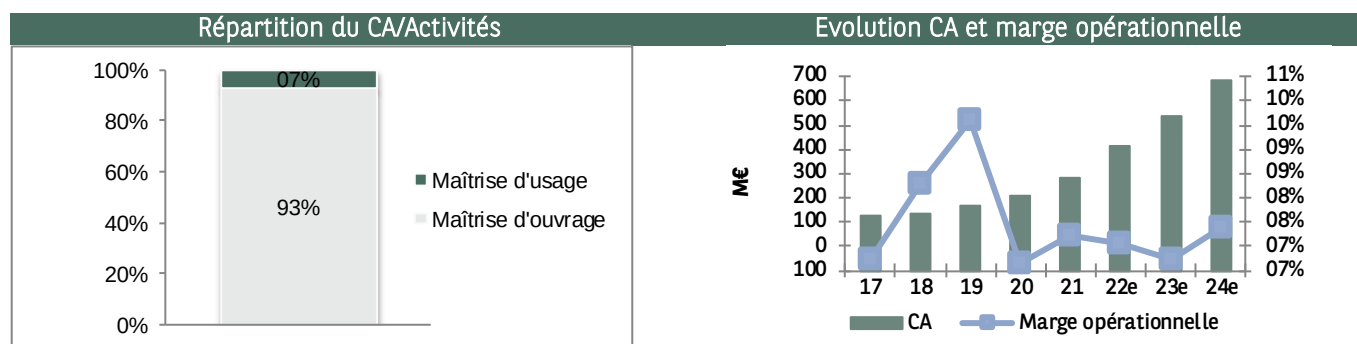
L'enjeu de valorisation de Réalités reste le financement de l'accélération de l'activité, soit le financement de ses encours de production. Nos hypothèses nous font viser un objectif de 49,5€.

REALITES

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	128,9	133,6	165,4	204,8	285,7	414,3	538,5	683,9
var. n/n-1	53,0%	3,6%	23,8%	23,8%	39,5%	45,0%	30,0%	27,0%
var. organique	53,0%	3,6%	23,8%	23,8%	39,5%	45,0%	30,0%	27,0%
EBE	10,8	13,9	20,4	25,7	36,8	48,8	56,2	72,5
ROC	8,7	11,1	15,9	13,6	20,7	29,3	36,3	50,6
var. n/n-1	51,4%	27,7%	43,0%	-14,3%	52,0%	41,7%	23,9%	39,5%
ROP	8,7	11,1	15,9	13,6	20,7	29,3	36,3	50,6
RCAI	6,9	8,9	11,0	9,1	11,8	20,0	28,1	42,3
IS	0,1	-1,5	-2,0	-1,3	-1,2	-4,8	-6,8	-10,2
RN Pdg publié	3,9	4,3	7,6	6,2	8,0	13,2	19,3	30,0
RN Pdg corrigé	3,2	4,4	7,5	6,2	8,0	13,2	19,3	30,0
var. n/n-1	21,9%	38,6%	70,0%	-18,2%	30,0%	64,5%	46,5%	55,5%
Tmva CA 2019 / 2023e	34,3%							
Marge brute (%)	13,8%	21,0%	21,4%	27,9%	29,5%	28,0%	27,0%	26,5%
Marge opérationnelle (%)	6,7%	8,3%	9,6%	6,6%	7,2%	7,1%	6,7%	7,4%
Marge nette (%)	2,5%	3,3%	4,6%	3,0%	2,8%	3,2%	3,6%	4,4%
Taux IS (%)	-1,7%	16,9%	18,4%	14,1%	10,4%	24,0%	24,0%	24,2%
Frais de personnel / CA (%)	-8,7%	-10,9%	-13,3%	-15,4%	-17,0%	-16,4%	-16,8%	-16,1%
CA/effectif (K€)	837	688	683	463	479	-	-	-
var. n/n-1	33,1%	-17,7%	-0,8%	-32,2%	3,3%	-	-	-
Effectif moyen	154	194	242	442	597	-	-	-
var. n/n-1	14,9%	26,0%	24,7%	82,6%	35,1%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	31,4	33,2	57,5	83,5	87,8	134,2	148,2	170,5
Dettes financières nettes	28,5	39,3	69,4	60,0	143,0	116,9	131,9	124,6
Autres	-4,8	-1,6	30,3	96,2	103,4	103,4	103,4	103,4
Capitaux investis	76,9	90,4	175,3	259,0	356,9	377,1	406,4	421,7
Immobilisations nettes	22,0	22,6	63,8	100,4	168,6	163,9	163,3	162,2
dont écarts d'acquisition	1,3	1,1	10,8	16,1	21,2	21,2	21,2	21,2
dont financières	8,7	8,4	2,6	7,8	12,1	12,1	12,1	12,1
BFR	63,5	76,2	114,1	166,3	200,3	225,2	255,1	271,5
Actif économique	76,9	90,4	175,3	259,0	356,9	377,1	406,4	421,7
Gearing (%)	53,6%	74,7%	91,8%	58,4%	129,5%	74,5%	77,1%	64,4%
BFR/CA (%)	49,3%	57,1%	69,0%	81,2%	70,1%	54,4%	47,4%	39,7%
Dettes financières nettes/EBE (x)	2,6	2,8	3,4	2,3	3,9	2,4	2,3	1,7
ROE (%)	12,5%	12,8%	13,1%	7,4%	9,2%	9,8%	13,0%	17,6%
ROACE (%) après IS normé	11,6%	11,3%	9,7%	5,4%	6,0%	6,0%	6,9%	9,2%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	8,2	12,6	8,1	17,2	23,5	19,3	21,4	32,1
Variation BFR	0,4	-13,5	-42,1	-49,3	-45,6	-24,9	-29,9	-16,4
Investissements industriels	-3,3	-3,4	-5,1	-5,4	-10,0	-3,3	-3,2	-2,7
% du CA	2,5%	2,5%	3,1%	2,6%	3,5%	0,8%	0,6%	0,4%
Cash Flow Libre	5,3	-4,3	-39,1	-37,5	-32,2	-8,9	-11,7	12,9
Cessions d'actifs	0,0	0,0	1,9	0,0	3,8	3,8	3,8	3,8
Investissements financiers	2,4	0,1	2,6	-3,4	-4,6	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-1,3	-1,6	-1,7	0,0	-2,5	-1,8	-5,3	-7,7
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	19,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	4,0	-5,2	6,2	30,6	-47,6	33,0	-1,8	-1,8
Variation dettes financières nettes	-10,4	10,9	30,1	-9,4	83,0	-26,1	15,0	-7,2
Dettes financières nettes	28,5	39,3	69,4	60,0	143,0	116,9	131,9	124,6



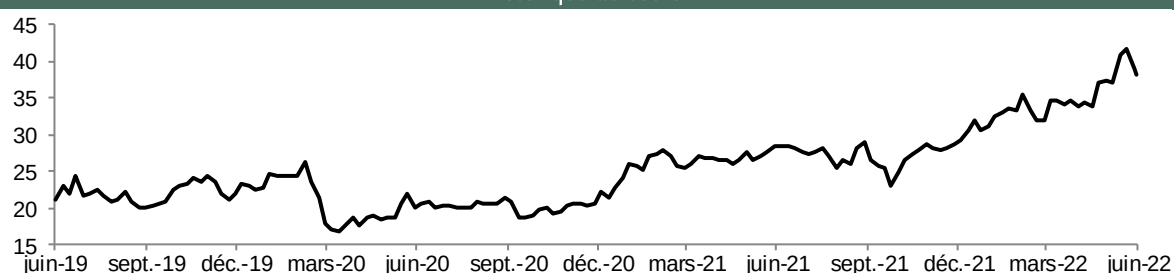
REALITES

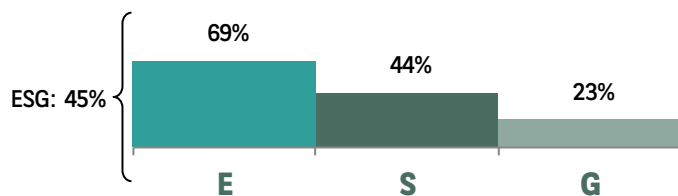
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1,51	1,66	2,98	1,75	2,29	3,75	5,50	8,55
var. n/n-1	29,1%	14,1%	72,1%	-40,8%	30,0%	64,5%	46,5%	55,5%
CFPA	3,2	4,9	3,2	4,9	6,7	5,5	6,1	9,1
ANPA	12,1	12,9	22,6	23,8	25,0	38,2	42,2	48,6
Dividende net (versé en n+1)	0,60	0,66	0,00	0,20	0,50	1,47	2,16	3,36
Payout (%)	39,7%	38,3%	0,0%	11,2%	22,1%	39,3%	39,3%	39,3%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	16,7%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	17,4%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	9,1	14,2	7,2	11,7	11,9	10,2	7,0	4,5
PCF (x)	4,3	5,0	6,7	4,2	4,1	7,0	6,3	4,2
PAN (x)	1,1	1,9	0,9	0,9	1,1	1,0	0,9	0,8
VE/CA (x)	0,7	0,9	0,9	0,7	0,9	0,7	0,5	0,4
VE/EBE (x)	7,9	8,8	7,0	6,0	7,1	5,7	5,2	3,9
VE/ROP (x)	9,9	11,0	9,0	11,2	12,7	9,4	8,0	5,6
Free Cash Flow Yield (%)	15,0%	-6,7%	-72,2%	-51,9%	-33,8%	-6,6%	-8,7%	9,6%
Rendement (%)	3,7%	2,4%	3,1%	0,0%	0,7%	1,3%	3,8%	5,6%
Capitalisation (M€)	35,4	63,6	55,3	73,5	97,0	137,0	137,0	137,0
Valeur d'Entreprise (VE)	85,7	122,3	142,8	152,8	262,6	276,5	291,7	284,8
Cours de référence (€)	13,7	24,5	21,3	20,6	27,1	38,3	38,3	38,3
Nb de titres (Mio)	2,592	2,592	2,592	3,577	3,577	3,577	3,577	3,577
Nb de titres corrigé (Mio)	2,592	2,569	2,538	3,511	3,511	3,511	3,511	3,511
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	12/05/2014							
Cours d'introduction ajusté	15,5 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA S1	50,2	51,6	62,2	66,8	125,3
ROP S1	1,8	2,5	2,6	4,2	7,5
RN pdg corrigé S1	0,8	1,3	0,5	0,8	2,8
Marge opérationnelle S1	3,7%	4,8%	4,2%	6,3%	6,0%
Marge nette S1	1,6%	2,4%	0,8%	1,2%	2,2%
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S2	50,1	82,0	103,1	138,0	160,4
ROP S2	5,0	8,6	13,2	9,4	13,2
RN pdg corrigé S2	2,3	3,2	7,0	5,4	5,2
Marge opérationnelle S2	10,0%	10,5%	12,8%	6,8%	8,2%
Marge nette S2	4,5%	3,9%	6,8%	3,9%	3,3%
Taux de croissance (n/n-1)					
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S1	46,9%	2,7%	20,6%	7,3%	87,6%
CA S2	-6,6%	63,7%	25,8%	33,8%	16,3%
ROP S1	+/++	34,2%	6,6%	59,0%	77,8%
ROP S2	54,1%	72,7%	53,4%	-28,9%	40,5%

Historique de cours





REALITES

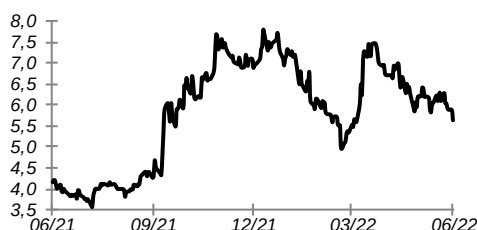
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	17,7	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	Oui	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	ND	ND	Non	
Certification 14001	ND	ND	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	57%	56%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	72	83	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	2,8%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	61%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	ND	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	ND	ND	ND	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	3,1%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	16,8	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	ND	ND	ND	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	5	5	8	
<i>dont indépendants</i>	1	1	4	
<i>dont femmes</i>	1	1	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	ND	ND	Oui	
Comité des risques	ND	ND	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	ND	ND	ND	
Comité RSE	ND	ND	ND	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	69%	68%	75%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Non	
Déclaration de la rémunération du CEO	Non	Non	Non	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

REWORLD MEDIA

Marketing _ Media



Cours : 5,64€

14 Juin 2022

Objectif : 10,30€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Eligibilité PEA-PME

Euronext Growth
FR0010820274 / ALREW
ALREW.PA / ALREW FP
Euronext GROWTH
Oui

Capitalisation (M€) **313,6**
Flottant (%) **45,7%**
Nbre de Titres (Mio) **55,608**
Date de clôture **31-Déc**

Actionnariat
Management **27,7%**
ID Invest **10,6%**
JD Camus / DLB Investissement **10,0%**

	21	22e	23e
PER	6,3	6,5	6,1
PCF	6,0	5,5	5,2
VE/CA	0,6	0,6	0,5
VE/ROP	5,0	4,9	3,9
PAN	1,8	1,6	1,3
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	10,0%	14,9%	16,2%
ROACE	31,1%	25,8%	27,2%

CA	469,8	499,7	522,7
CA précédent	469,8	499,7	522,7
var. n/n-1	10,6%	6,4%	4,6%
EBE	65,3	68,2	72,5
ROC	58,9	60,7	64,7
% CA	12,5%	12,2%	12,4%
ROP	57,6	60,7	64,7
% CA	12,3%	12,2%	12,4%
RN Pdg publié	38,7	45,5	48,5
% CA	8,2%	9,1%	9,3%

BNPA	0,74	0,87	0,93
BNPA précédent	0,74	0,87	0,93
var. n/n-1	185,7%	17,7%	6,5%
BNPA Cor	0,74	0,87	0,93
ANPA	2,6	3,5	4,4
Dividende net	0,00	0,00	0,00

DFN	28,6	-15,1	-62,7

Jeremy Sallée, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30
jeremy.sallee@bnpparibas.com

Résilience des résultats et valorisation attractive

Activité

Créé en 2012 à partir d'une coquille vide, Reworld a développé, au fil des acquisitions, un véritable savoir-faire dans le redressement d'actifs médias ayant raté le virage du numérique. Face à la baisse structurelle du marché de la presse et de la publicité papier, Reworld Media a su capitaliser sur la qualité de l'audience de ses marques et les redynamiser en les amenant dans le digital, métier nettement mieux margé (~20% EBITDA) et concentrant aujourd'hui la majorité des investissements publicitaires. Avec plus de 60 marques médias telles que Science & Vie, Closer, Auto Plus ou encore Téléstar, Reworld est devenu en France le leader de la presse magazine payante (30M de lecteurs print et digital) et le 6^e groupe média digital. Reworld dispose de deux pôles. Une offre B2C (55% CA) qui regroupe la vente de contenus et services aux consommateurs (essentiellement la vente de magazines à l'acte et à l'abonnement) et une offre B2B (45% CA) qui rassemble les activités de monétisation d'audience que ce soit à la performance ou sur des formats premium.

Marché / Concurrence

L'activité Print de Reworld n'échappe pas au recul structurel de la presse magazine et ressort en décroissance moyenne de 3,8% sur la période 2015-2018 contre -4,4%, en volume, pour le secteur sur la période selon l'ACPM. Le groupe compense ce recul grâce à son positionnement dans le digital qui lui permet de capter la part des investissements publicitaires qui se détournent du marché du Print (Publicité digitale TCAM 2010-2017 +14% en Europe ; 2018 France +18%).

Stratégie / Perspectives

Fort du succès de son modèle (TCAM CA 2014-2021 +39%, EBITDA 2021 14,2% +18,5pts vs 2014), Reworld Media a acheté en juillet 2019 le leader de la presse magazine française Mondadori France (MF, 306M€ CA 2018, plus de 30 marques, acheté pour seulement 70M€ soit 0,2x VE/CA et 2,7x VE/EBITDA). Cette opération offrait de nombreuses synergies tant sur le potentiel de digitalisation des marques acquises (2,5% CA MF dans le Digital vs 27% pour Reworld) que sur les coûts. L'année 2020 a démontré que l'intégration, qui pouvait paraître challenging compte tenu de la taille, a été réussie. En effet, malgré la crise sanitaire, Reworld a su faire preuve de résilience et a enregistré un retrait limité de 8% de son CA pro-forma et surtout une progression de 1pt de sa marge d'EBITDA à 9,7%. Cette performance a été essentiellement soutenue par le pôle B2C qui a vu sa marge progresser de 5pts à 9% sous l'effet, en grande partie, des synergies réalisées avec MF. L'année 2021 s'est inscrite dans cette tendance avec un nouveau gain de 5pts (14%) de la marge d'EBITDA du B2C et de 3pts dans le B2B (14%) profitant du rebond des investissements des annonceurs. En 2022 malgré l'inflation, qui se limite au B2C (prix papier) pour les magazines, Reworld est confiant pour maintenir sa rentabilité du fait de son pricing power (hausse de prix à deux chiffres depuis le début d'année sur certains magazines). Il se montre également toujours actif en M&A avec l'acquisition récente du groupe Psychologies.

Valorisation

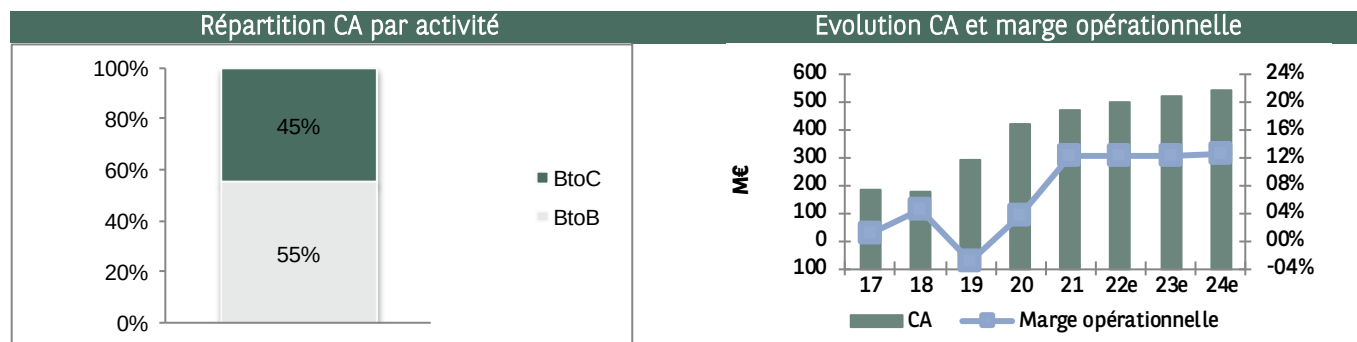
Notre valorisation repose sur un DCF (10,3€).

REWORLD MEDIA

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	185,6	177,5	294,4	424,7	469,8	499,7	522,7	544,1
var. n/n-1	6,6%	-4,4%	65,8%	44,3%	10,6%	6,4%	4,6%	4,1%
var. organique	-	-	-1,1%	-8,6%	10,6%	6,4%	4,6%	4,1%
EBE	8,0	11,5	31,6	48,9	65,3	68,2	72,5	76,7
ROC	3,9	7,9	25,5	40,8	58,9	60,7	64,7	68,5
var. n/n-1	+/++	+/++	+/++	60,1%	44,4%	3,2%	6,5%	6,0%
ROP	1,8	8,0	-9,1	14,9	57,6	60,7	64,7	68,5
RCAI	3,6	7,3	21,5	34,0	54,4	60,7	64,7	68,5
IS	-0,5	-0,6	2,2	-0,1	-8,1	-15,2	-16,2	-17,1
RN Pdg publié	1,8	6,9	25,4	12,8	38,7	45,5	48,5	51,4
RN Pdg corrigé	1,8	6,9	25,4	12,8	38,7	45,5	48,5	51,4
var. n/n-1	-/+	+/++	+/++	-49,7%	+/++	17,7%	6,5%	6,0%
Tmva CA 2019 / 2023e	15,4%							
Marge brute (%)	43,4%	45,3%	61,9%	67,1%	68,6%	68,0%	68,0%	68,0%
Marge opérationnelle (%)	0,9%	4,5%	-3,1%	3,5%	12,3%	12,2%	12,4%	12,6%
Marge nette (%)	0,9%	3,9%	8,6%	3,0%	8,2%	9,1%	9,3%	9,4%
Taux IS (%)	14,7%	7,7%	-10,1%	0,2%	14,9%	25,0%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	-15,7%	-15,4%	-15,9%	-15,9%	-16,0%	-15,7%	-15,4%	-15,2%
CA/effectif (K€)	380	392	440	437	447	473	492	510
var. n/n-1	17,9%	3,3%	12,2%	-0,5%	2,1%	5,8%	4,1%	3,6%
Effectif moyen	489	453	670	971	1 052	1 057	1 063	1 068
var. n/n-1	-9,6%	-7,4%	47,8%	45,0%	8,3%	0,5%	0,5%	0,5%

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	19,8	26,8	85,2	102,1	135,1	180,6	229,1	280,6
Dettes financières nettes	8,2	10,4	42,0	24,3	28,6	-15,1	-62,7	-112,8
Autres	-5,7	-7,3	10,5	10,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
Capitaux investis	22,2	30,0	149,0	147,6	175,9	177,8	178,7	180,0
Immobilisations nettes	45,0	46,3	219,1	222,9	243,1	242,6	242,6	242,6
dont écarts d'acquisition	33,6	35,3	34,8	37,1	45,3	45,3	45,3	45,3
dont financières	4,7	4,4	6,6	5,3	14,4	14,4	14,4	14,4
BFR	-18,1	-12,0	-63,6	-69,9	-52,9	-50,5	-49,6	-48,2
Actif économique	22,2	30,0	149,0	147,6	175,9	177,8	178,7	180,0
Gearing (%)	41,3%	38,9%	43,5%	21,5%	19,1%	-7,8%	-25,8%	-38,2%
BFR/CA (%)	-9,8%	-6,7%	-21,6%	-16,5%	-11,3%	-10,1%	-9,5%	-8,9%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,0	0,9	1,3	0,5	0,4	ns	ns	ns
ROE (%)	8,9%	25,6%	29,8%	12,5%	28,6%	25,2%	21,2%	18,3%
ROACE (%) après IS normé	25,9%	28,1%	29,6%	27,5%	31,1%	25,8%	27,2%	28,7%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	2,8	7,0	2,2	15,5	40,8	53,0	56,3	59,6
Variation BFR	-9,0	-4,9	-6,6	9,3	-9,5	-2,4	-0,9	-1,3
Investissements industriels	-3,5	-3,3	-3,8	-7,0	-6,8	-7,0	-7,8	-8,2
% du CA	1,9%	1,9%	1,3%	1,6%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%
Cash Flow Libre	-9,7	-1,3	-8,2	17,8	24,5	43,7	47,6	50,1
Cessions d'actifs	0,2	0,3	0,1	1,0	3,5	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,1	-1,8	-52,3	-2,5	-3,6	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	-0,1	30,8	3,0	-5,2	0,0	0,0	0,0
Autres	18,5	5,0	-1,9	-1,5	-23,5	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	9,0	2,3	31,5	-17,7	4,3	-43,7	-47,6	-50,1
Dettes financières nettes	8,2	10,4	42,0	24,3	28,6	-15,1	-62,7	-112,8



REWORLD MEDIA

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,04	0,17	0,52	0,26	0,74	0,87	0,93	0,99
var. n/n-1	-/+	+ /++	+ /++	-49,9%	+ /++	17,7%	6,5%	6,0%
CFPA	0,1	0,2	0,0	0,3	0,8	1,0	1,1	1,1
ANPA	0,5	0,7	1,7	2,1	2,6	3,5	4,4	5,4
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	15,7%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	121,0%							

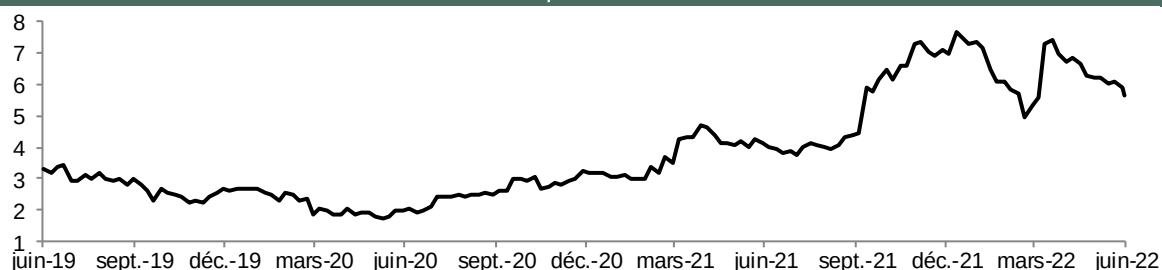
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	46,6	9,1	5,0	9,3	6,3	6,5	6,1	5,7
PCF (x)	29,3	8,9	ns	7,7	6,0	5,5	5,2	4,9
PAN (x)	4,1	2,3	1,5	1,2	1,8	1,6	1,3	1,0
VE/CA (x)	0,4	0,4	0,6	0,4	0,6	0,6	0,5	0,4
VE/EBE (x)	9,7	5,6	5,6	3,3	4,4	4,4	3,4	2,6
VE/ROP (x)	ns	7,9	ns	10,9	5,0	4,9	3,9	2,9
Free Cash Flow Yield (%)	-11,8%	-2,0%	-6,5%	15,0%	10,0%	14,9%	16,2%	17,0%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	74,1	57,8	129,0	132,1	260,5	312,9	312,9	312,9
Valeur d'Entreprise (VE)	77,6	63,9	175,6	162,0	289,0	297,8	250,2	200,1
Cours de référence (€)	2,0	1,5	2,6	2,4	4,7	5,6	5,6	5,6
Nb de titres (Mio)	37,073	37,617	49,655	54,362	55,484	55,484	55,484	55,484
Nb de titres corrigé (Mio)	40,893	40,584	55,924	54,049	53,221	53,221	53,221	53,221
% de la dilution	12,8%	10,3%	14,2%	9,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Date d'introduction	24/11/2009							
Cours d'introduction ajusté	-							

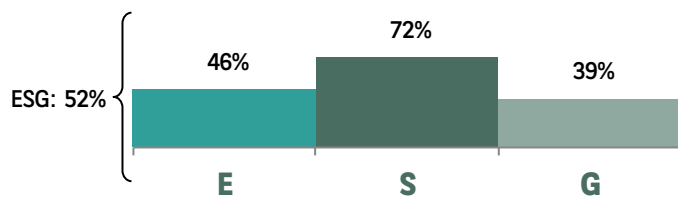
Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA S1	95,2	87,0	86,5	200,7	227,1
ROP S1	0,7	1,9	1,0	-7,0	26,8
RN pdg corrigé S1	0,9	1,9	0,3	0,8	17,2
Marge opérationnelle S1	0,7%	2,2%	1,2%	-3,5%	11,8%
Marge nette S1	0,9%	2,1%	0,4%	0,4%	7,6%
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S2	90,4	90,5	207,9	224,0	242,7
ROP S2	1,1	6,1	-10,2	22,0	30,8
RN pdg corrigé S2	0,9	5,0	25,0	12,0	21,5
Marge opérationnelle S2	1,2%	6,7%	-4,9%	9,8%	12,7%
Marge nette S2	0,9%	5,5%	12,0%	5,4%	8,9%

Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-
CA S1	23,2%	-8,5%	-0,6%	+ /++	13,2%
CA S2	-6,6%	0,1%	+ /++	7,7%	8,4%
ROP S1	- /+	+ /++	-46,4%	+ /-	- /+
ROP S2	- /+	+ /++	+ /-	- /+	40,2%

Historique de cours





REWORLD MEDIA

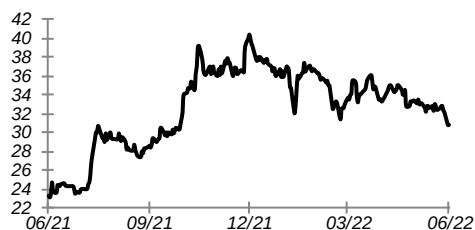
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	61%	60%	En France
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	86	89	Reworld Media Magazines
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	1,6%	En France
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	24%	19%	En France
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	21%	En France
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	1 109 673	
Taux d'absentéisme	ND	7,0%	5,0%	En France
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	0,0	En France
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Non	Non	Non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	4	4	3	
<i>dont indépendants</i>	2	2	1	
<i>dont femmes</i>	1	1	0	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	100%	100%	100%	
Comité d'audit	Non	Non	Non	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	23%	27%	34%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Non	Non	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

ROCHE BOBOIS

Biens de consommation



Cours : 30,80€ 14 Juin 2022

Objectif : 36,00€

RENFORCER (2)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0013344173 / RBO
Reuters / Bloomberg	RBO.PA / RBO:FP
Indice	CAC Small
Contrat de prestation analyse	
Eligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	305,3
Flottant (%)	11,4%
Nbre de Titres (Mio)	9,912
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Famille ROCHE	37,2%
Famille CHOUCAN	16,6%
TXR (Filiale Tamburi IP)	34,8%
Flottant	11,4%

	21	22e	23e
PER	14,2	11,6	11,4
PCF	9,0	9,3	8,8
VE/CA	0,6	0,7	0,6
VE/ROP	7,1	6,5	6,0
PAN	3,2	3,1	2,7
Rendement	1,9%	3,2%	3,4%
Free Cash Flow Yield	17,4%	-0,8%	9,1%
ROACE	12,7%	16,8%	15,5%

CA	334,0	360,3	373,9
CA précédent	333,9	360,3	373,9
var. n/n-1	25,5%	7,9%	3,8%
EBE	62,1	69,5	71,4
ROC	28,2	38,9	39,4
% CA	8,4%	10,8%	10,5%
ROP	28,2	38,5	39,0
% CA	8,4%	10,7%	10,4%
RN Pdg publié	18,7	26,1	26,7
% CA	5,6%	7,3%	7,1%

BNPA	1,90	2,65	2,70
BNPA précédent	2,22	2,66	2,70
var. n/n-1	86,2%	39,5%	2,0%
BNPA Cor	1,90	2,65	2,70
ANPA	8,3	9,9	11,6
Dividende net	1,00	1,06	1,08
DFN	-67,6	-55,4	-72,6

Arnaud Despre, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 52
arnaud.despre@bnpparibas.com

Sans surprise, c'est très bon !

Activité

Le groupe Roche Bobois est un spécialiste mondial de l'ameublement haut de gamme et luxe. Il est présent dans 56 pays via 338 points de ventes (à fin 2021). Roche Bobois fonctionne sur un système d'édition. Il développe ses collections en partenariat avec des designers, architectes et créateurs de renoms. Le groupe Roche Bobois n'est pas un industriel, il sous-traite l'intégralité de la fabrication de ses collections à des fournisseurs, ce qui le différencie de la concurrence. Ce modèle fabless lui permet une agilité opérationnelle avec une politique customer driven.

Marché / Concurrence

Les principaux marchés du groupe sont la France (43% CA Consolidé avec Cuir Center), la zone USA/Canada (30%), le UK (5%) et le reste de l'Europe (19%). Ses concurrents les plus directs sont Minotti, Ligne Roset et BoConcept.

Stratégie / Perspectives

Après deux exercices dynamiques, l'année 2022 commence parfaitement. Notons un effet prix sur ce début d'exercice de +7% pour compenser l'inflation des MP, énergies et autres OPEX. Nous retenons principalement : 1/ une croissance à deux chiffres sur toutes les zones géographiques, avec un nouveau record aux États-Unis/Canada (+50,0%; +39,9% pcc), avec à la clé un mix nettement favorable à la marge. Nous rappelons que le groupe impacte les hausses de prix et n'atténue pas forcément sa politique dans un contexte de change nettement positif ; 2/ une excellente visibilité avec un solide backlog de 191M€ au 31 mars contre 159M€ au 31 décembre (qui ne s'explique pas par des retards de livraison mais bien par une forte croissance des commandes). Le groupe décale ses prévisions d'acquisition de la seconde tranche de franchisés US du fait de la très nette croissance de ces POS (Point of Sales) ces derniers mois.

Valorisation

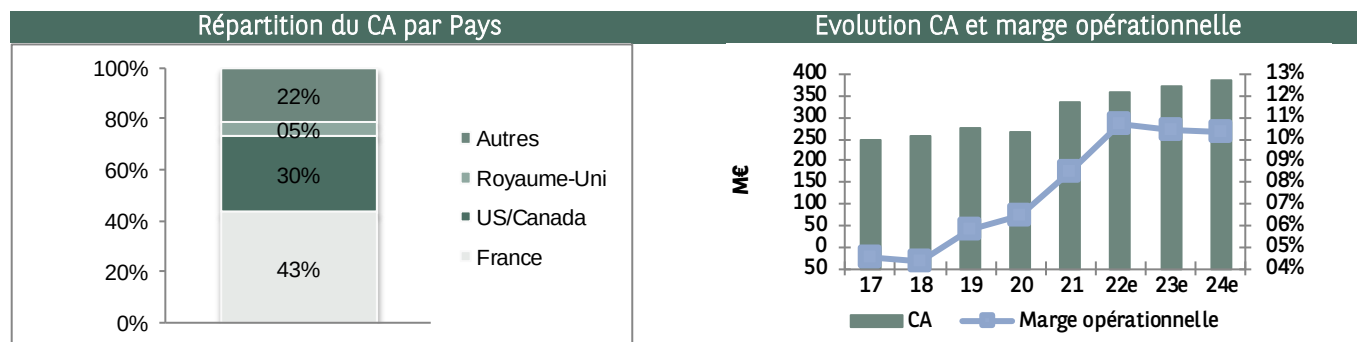
À présent mieux valorisé. Nous ajustons notre obj. à 36€ sous la mise à jour de notre valorisation par DCF.

ROCHE BOBOIS

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	248,5	257,0	274,7	266,0	334,0	360,3	373,9	386,0
var. n/n-1	0,0%	3,4%	6,9%	-3,2%	25,5%	7,9%	3,8%	3,2%
var. organique	-	-	-	-	-	-	-	-
EBE	17,5	17,7	45,0	50,8	62,1	69,5	71,4	73,1
ROC	11,4	11,6	16,7	17,5	28,2	38,9	39,4	40,4
var. n/n-1	-16,6%	2,1%	43,7%	4,9%	60,7%	37,9%	1,4%	2,6%
ROP	11,2	11,1	15,8	17,2	28,2	38,5	39,0	40,1
RCAI	10,2	10,7	13,8	13,9	26,4	37,4	38,2	39,2
IS	-3,7	-4,0	-4,2	-3,7	-7,6	-10,5	-10,7	-11,0
RN Pdg publié	6,3	6,3	9,3	10,1	18,7	26,1	26,7	27,4
RN Pdg corrigé	6,3	6,3	9,3	10,1	18,7	26,1	26,7	27,4
var. n/n-1	-29,3%	-0,9%	48,0%	8,2%	86,2%	39,5%	2,0%	2,6%
Tmva CA 2019 / 2023e	8,0%							
Marge brute (%)	50,9%	50,6%	52,1%	52,3%	52,3%	53,3%	53,4%	53,5%
Marge opérationnelle (%)	4,5%	4,3%	5,8%	6,4%	8,4%	10,7%	10,4%	10,4%
Marge nette (%)	2,6%	2,4%	3,4%	3,8%	5,6%	7,3%	7,1%	7,1%
Taux IS (%)	35,9%	37,4%	30,2%	26,6%	28,7%	28,0%	28,0%	28,0%
Frais de personnel / CA (%)	-21,1%	-21,4%	-20,3%	-20,8%	-21,9%	-	-	-
CA/effectif (K€)	317	324	322	303	358	-	-	-
var. n/n-1	-4,6%	2,2%	-0,6%	-6,1%	18,2%	-	-	-
Effectif moyen	783	792	852	879	933	-	-	-
var. n/n-1	4,8%	1,1%	7,6%	3,1%	6,2%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	60,9	52,6	57,0	64,8	81,8	98,0	114,2	130,9
Dettes financières nettes	-9,8	5,6	-11,1	-25,0	-67,6	-55,4	-72,6	-90,4
Autres	-4,2	-2,8	105,2	125,1	133,9	135,4	136,9	138,4
Capitaux investis	47,7	56,6	153,2	166,7	149,6	180,4	181,7	183,0
Immobilisations nettes	52,7	52,2	163,1	191,4	200,6	207,1	210,3	213,2
dont écarts d'acquisition	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
dont financières	10,8	9,3	9,9	12,0	10,8	10,8	10,8	10,8
BFR	5,9	13,7	0,1	-12,7	-40,1	-15,9	-17,8	-19,4
Actif économique	47,7	56,6	153,2	166,7	149,6	180,4	181,7	183,0
Gearing (%)	-15,8%	10,4%	-18,7%	-37,5%	-81,1%	-55,2%	-61,8%	-66,9%
BFR/CA (%)	2,4%	5,3%	0,0%	-4,8%	-12,0%	-4,4%	-4,8%	-5,0%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	0,3	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	10,4%	12,0%	16,3%	15,5%	22,9%	26,7%	23,3%	20,9%
ROACE (%) après IS normé	14,8%	13,3%	10,5%	7,9%	12,7%	16,8%	15,5%	15,8%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	15,1	16,3	16,0	18,1	29,3	32,8	34,6	36,0
Variation BFR	2,9	-7,4	9,2	14,0	27,1	-24,3	1,9	1,6
Investissements industriels	-10,0	-7,2	-8,6	-5,6	-10,2	-10,8	-8,8	-9,2
% du CA	4,0%	2,8%	3,1%	2,1%	3,1%	3,0%	2,4%	2,4%
Cash Flow Libre	8,0	1,7	16,6	26,5	46,2	-2,3	27,7	28,4
Cessions d'actifs	0,3	0,3	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,1	0,3	-0,2	-8,6	1,6	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-2,0	-15,4	-2,9	-1,0	-4,9	-9,9	-10,5	-10,7
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-5,3	15,4	-16,7	-13,9	-42,6	12,2	-17,2	-17,7
Dettes financières nettes	-9,8	5,6	-11,1	-25,0	-67,6	-55,4	-72,6	-90,4



ROCHE BOBOIS

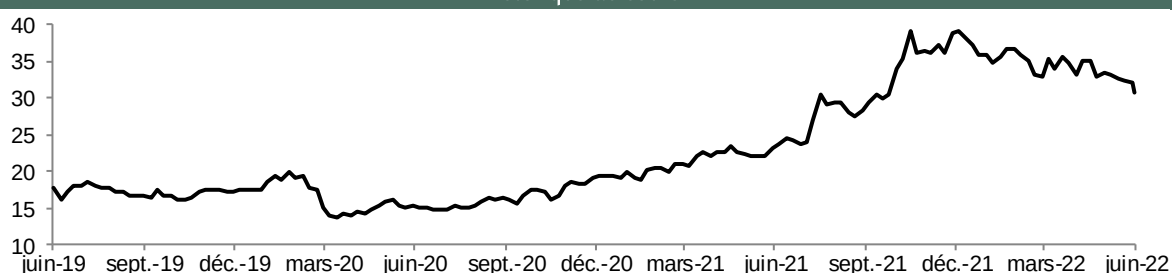
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,64	0,64	0,94	1,02	1,90	2,65	2,70	2,77
var. n/n-1	-29,3%	-0,9%	48,0%	8,2%	86,2%	39,5%	2,0%	2,6%
CFPA	1,5	1,7	1,6	1,8	3,0	3,3	3,5	3,6
ANPA	6,2	5,3	5,8	6,6	8,3	9,9	11,6	13,3
Dividende net (versé en n+1)	1,52	0,27	0,10	0,50	1,00	1,06	1,08	1,11
Payout (%)	236,6%	42,4%	10,6%	49,1%	52,7%	40,0%	40,0%	40,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	30,1%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	21,2%							

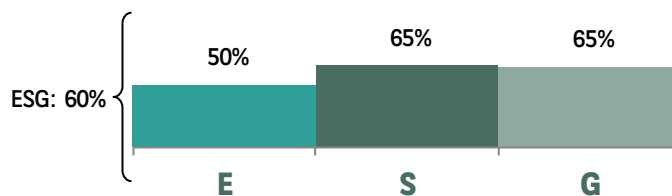
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	-	32,9	18,6	16,2	14,2	11,6	11,4	11,1
PCF (x)	-	12,7	10,8	9,0	9,0	9,3	8,8	8,5
PAN (x)	-	3,9	3,0	2,5	3,2	3,1	2,7	2,3
VE/CA (x)	-	0,8	0,6	0,5	0,6	0,7	0,6	0,6
VE/EBE (x)	-	12,0	3,6	2,8	3,2	3,6	3,3	3,0
VE/ROP (x)	-	19,3	10,3	8,2	7,1	6,5	6,0	5,4
Free Cash Flow Yield (%)	-	0,8%	9,6%	16,3%	17,4%	-0,8%	9,1%	9,3%
Rendement (%)	-	7,2%	1,5%	0,6%	1,9%	3,2%	3,4%	3,5%
Capitalisation (M€)	-	207,0	172,9	163,1	265,2	304,2	304,2	304,2
Valeur d'Entreprise (VE)	-	213,8	163,9	139,9	199,2	251,2	234,8	217,9
Cours de référence (€)	-	21,0	17,5	16,5	26,9	30,8	30,8	30,8
Nb de titres (Mio)	9,875	9,875	9,875	9,875	9,875	9,875	9,875	9,875
Nb de titres corrigé (Mio)	9,875	9,875	9,875	9,875	9,875	9,875	9,875	9,875
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	06/07/2018							
Cours d'introduction ajusté	20,0 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	0,0	60,8	60,3	61,8	71,7	89,9
CA T2	0,0	68,4	74,3	47,7	87,8	
CA S1	126,3	129,2	134,7	109,6	159,5	
ROP S1	5,3	3,9	7,2	0,4	13,8	
RN pdg corrigé S1	3,1	2,0	4,1	-1,1	8,5	
Marge opérationnelle S1	4,2%	3,0%	5,3%	0,3%	8,6%	
Marge nette S1	2,4%	1,5%	3,1%	-1,0%	5,3%	
CA T3	0,0	61,2	66,8	70,0	82,7	
CA T4	0,0	66,6	73,4	86,6	91,8	
CA S2	122,2	127,8	140,2	156,5	174,5	
ROP S2	6,0	7,6	8,7	16,8	14,4	
RN pdg corrigé S2	3,3	4,6	5,2	11,2	10,2	
Marge opérationnelle S2	4,9%	5,9%	6,2%	10,7%	8,3%	
Marge nette S2	2,7%	3,6%	3,7%	7,1%	5,9%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	-	+ / ++	-0,9%	2,5%	16,0%	25,4%
CA T2	-	+ / ++	8,6%	-35,8%	84,1%	
CA T3	-	+ / ++	9,1%	4,8%	18,2%	
CA T4	-	+ / ++	10,3%	17,9%	6,0%	
CA S1	+ / ++	2,3%	4,2%	-18,6%	45,5%	
CA S2	+ / ++	4,5%	9,7%	11,7%	11,4%	
ROP S1	+ / ++	-25,1%	82,1%	-94,8%	+ / ++	
ROP S2	+ / ++	26,9%	14,6%	93,5%	-14,1%	

Historique de cours





ROCHE BOBOIS

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	ND	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	ND	ND	ND	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	51%	52%	52%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	48%	65%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	14%	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	35	34	
Taux d'absentéisme	2,2%	2,2%	1,8%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	8,7	8,9	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	6	6	6	
<i>dont indépendants</i>	2	2	2	
<i>dont femmes</i>	2	2	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	100%	100%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	54%	54%	55%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	10,09	10,73	12,27	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	83%	85%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

RUBIS
Energie



Cours : 24,25€ 14 Jun 2022

Objectif : 40,40€

ACHETER (1)
Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0013269123 / RUI
Reuters / Bloomberg RUBF.PA / RUI:FP
Indice CAC Mid 60
Eligibilité PEA-PME Non

Capitalisation (M€) 2 496,6
Flottant (%) 91,0%
Nbre de Titres (Mio) 102,954
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Associés commandités et Gérants 2,5%
FCP Rubis Avenir 1,2%
Groupe industriel Marcel Dassault 5,3%
Flottant 91,0%

	21	22e	23e
PER	12,4	8,7	8,2
PCF	7,5	5,4	5,0
VE/CA	0,9	0,7	0,7
VE/ROP	10,1	9,9	9,2
PAN	1,4	0,9	0,9
Rendement	5,2%	7,7%	7,7%
Free Cash Flow Yield	1,9%	-2,3%	11,9%
ROACE	14,8%	12,4%	11,5%

CA	4 589,4	5 977,9	5 396,3
CA précédent	4 589,4	5 977,9	5 396,3
var. n/n-1	17,6%	30,3%	-9,7%
EBE	532,3	572,0	624,4
ROC	391,8	403,7	430,3
% CA	8,5%	6,8%	8,0%
ROP	396,6	403,7	430,3
% CA	8,6%	6,8%	8,0%
RN Pdg publié	292,6	292,7	310,0
% CA	6,4%	4,9%	5,7%

BNPA	2,79	2,79	2,95
BNPA précédent	2,79	2,79	2,95
var. n/n-1	5,4%	0,0%	5,9%
BNPA Cor	2,79	2,79	2,95
ANPA	24,9	25,8	26,8
Dividende net	1,86	1,86	2,10

DFN	438,3	1 513,1	1 460,7

Nicolas Royot, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
nicolas.royot@bnpparibas.com

Une stratégie plus verte

Activité

Créé en 1990, Rubis est spécialisée dans la distribution de carburants, gaz liquéfiés et bitumes depuis l'approvisionnement jusqu'au client final. Elle opère dans plus de 40 pays sur trois zones géographiques : l'Europe, l'Afrique et les Caraïbes. Rubis intervient dans deux secteurs: la Distribution de carburants et combustibles (en stations-service ou auprès de professionnels), de lubrifiants, de gaz liquéfiés et de bitumes, et la logistique en amont de la Distribution, via l'activité Support & Services, qui regroupe le négoce-approvisionnement et le transport maritime. Rubis détient également une participation à hauteur de 55 % dans la JV Rubis Terminal, une coentreprise déconsolidée en 2020, qui assure le stockage de produits liquides en vrac (carburants et combustibles, biocarburants, produits chimiques et agroalimentaires) pour des clients commerciaux et industriels.

Marché / Concurrence

L'objectif de Rubis est d'adresser des marchés de niche (géographiques et de produits) à travers la maîtrise des infrastructures énergétiques qui constitue un avantage compétitif discriminant. Rubis Energie occupe des positions de leader aux côtés d'acteurs locaux ou de majors pétroliers (Shell, BP, Chevron...) qui ont tendance à se retirer de ces activités. Dans le terminaling, après avoir atteint une position de leader en France (10 dépôts, 35 à 40% de parts de marché sur les zones de chalandses), le développement se poursuit à Anvers, à Rotterdam et en Turquie. Sur ce segment, le hollandais Vopak est très comparable à Rubis.

Stratégie / Perspectives

La stratégie de Rubis est basée à la fois sur la croissance organique et la croissance externe. Rubis Energie adresse essentiellement des marchés matures sur lesquels le développement passe par des gains de parts de marché et des acquisitions. Rubis Terminal se développe à travers d'importants investissements en Europe du Nord pour la construction et l'extension de terminaux à Rotterdam et à Anvers. L'un des catalyseurs principaux reste la thématique M&A.

Par ailleurs, Rubis a engagé une évolution stratégique vers les énergies renouvelables, à travers 1/ la prise de participation effective de 18,5 % dans le capital de HDF Energy, ainsi que la signature d'un accord stratégique d'investissement prioritaire et majoritaire dans les projets de centrales hydrogène-électricité; 2/ l'acquisition de 80 % de Photosol, un des principaux producteurs indépendants d'énergie photovoltaïque en France (330MW en opération, 145MW en construction). Rubis vise 25 % de son RBE dans les énergies renouvelables à moyen terme, avec un minimum de 2,5 GW de capacité photovoltaïque installée en France d'ici 2030

Valorisation

Objectif 40,4€/ action (DCF, Comparables boursiers).

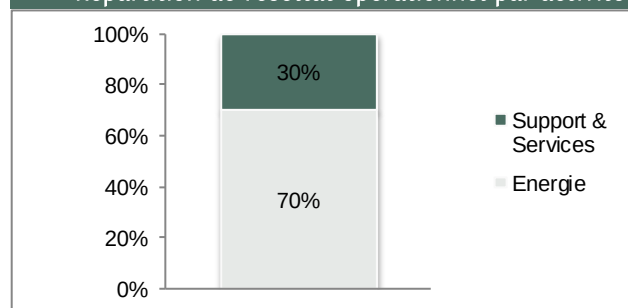
RUBIS

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	3 932,7	4 399,8	5 228,5	3 902,0	4 589,4	5 977,9	5 396,3	5 587,3
var. n/n-1	30,9%	11,9%	18,8%	-25,4%	17,6%	30,3%	-9,7%	3,5%
var. organique	-	16,0%	-5,0%	-	-	-	-	-
EBE	496,1	410,2	588,4	505,6	532,3	572,0	624,4	659,3
ROC	368,0	332,7	476,1	365,9	391,8	403,7	430,3	451,9
var. n/n-1	22,8%	-9,6%	43,1%	-23,2%	7,1%	3,0%	6,6%	5,0%
ROP	370,2	311,0	469,1	287,9	396,6	403,7	430,3	451,9
RCAI	362,3	284,6	434,4	255,0	370,0	381,1	403,6	424,6
IS	-79,4	-59,3	-75,5	-59,5	-65,2	-72,4	-76,7	-80,7
RN Pdg publié	265,6	241,1	371,7	280,3	292,6	292,7	310,0	326,2
RN Pdg corrigé	265,6	241,1	371,7	280,3	292,6	292,7	310,0	326,2
var. n/n-1	27,7%	-9,2%	54,2%	-24,6%	4,4%	0,0%	5,9%	5,2%
Tmva CA 2019 / 2023e	0,8%							
Marge brute (%)	68,6%	74,1%	75,6%	69,3%	72,4%	74,4%	72,4%	72,1%
Marge opérationnelle (%)	9,4%	7,1%	9,0%	7,4%	8,6%	6,8%	8,0%	8,1%
Marge nette (%)	6,8%	5,5%	7,1%	7,2%	6,4%	4,9%	5,7%	5,8%
Taux IS (%)	21,9%	20,8%	17,4%	23,3%	17,6%	19,0%	19,0%	19,0%
Frais de personnel / CA (%)	-4,9%	-4,0%	-3,8%	-5,1%	-4,3%	-	-	-
CA/effectif (K€)	1 153	1 254	1 480	1 057	1 237	-	-	-
var. n/n-1	4,0%	8,8%	18,0%	-28,6%	17,1%	-	-	-
Effectif moyen	3 411	3 508	3 532	3 693	3 709	-	-	-
var. n/n-1	25,9%	2,8%	0,7%	4,6%	0,4%	-	-	-

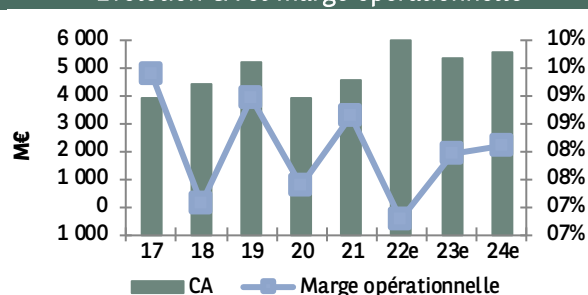
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	1 944,1	2 196,8	2 447,1	2 501,1	2 616,7	2 706,6	2 810,1	2 904,1
Dettes financières nettes	686,6	693,6	637,1	179,7	438,3	1 513,1	1 460,7	1 534,7
Autres	165,3	145,7	-116,9	120,1	126,7	76,9	21,2	-36,3
Capitaux investis	2 930,4	3 173,3	3 113,8	2 920,2	3 301,3	4 432,3	4 444,6	4 572,9
Immobilisations nettes	2 711,8	2 905,0	2 746,6	2 991,9	3 175,9	3 982,7	4 070,3	4 173,9
dont écarts d'acquisition	1 095,8	1 094,4	1 245,0	1 219,8	1 231,6	1 231,6	1 231,6	1 231,6
dont financières	37,7	48,3	0,0	316,6	322,2	322,2	322,2	322,2
BFR	256,3	316,6	367,2	244,9	447,6	771,8	696,5	721,2
Actif économique	2 930,4	3 173,3	3 113,8	2 920,2	3 301,3	4 432,3	4 444,6	4 572,9
Gearing (%)	33,0%	29,7%	24,6%	6,9%	16,0%	53,2%	49,3%	49,9%
BFR/CA (%)	6,5%	7,2%	7,0%	6,3%	9,8%	12,9%	12,9%	12,9%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,4	1,7	1,1	0,4	0,8	2,6	2,3	2,3
ROE (%)	13,7%	11,0%	15,2%	11,2%	11,2%	10,8%	11,0%	11,2%
ROACE (%) après IS normé	17,3%	13,2%	17,8%	15,0%	14,8%	12,4%	11,5%	11,9%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	370,5	384,0	547,4	429,5	488,2	470,0	510,4	541,1
Variation BFR	-70,8	-79,5	-78,1	132,2	-214,5	-324,2	75,3	-24,7
Investissements industriels	-205,7	-232,8	-229,8	-245,4	-205,7	-205,0	-281,7	-311,0
% du CA	5,2%	5,3%	4,4%	6,3%	4,5%	3,4%	5,2%	5,6%
Cash Flow Libre	94,0	71,8	239,5	316,4	68,1	-59,2	303,9	205,4
Cessions d'actifs	37,1	14,1	6,5	151,9	10,5	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-455,0	-72,2	-199,9	-117,7	-84,0	-770,0	0,0	0,0
Dividendes	-148,1	-184,4	-169,1	-209,7	-96,8	-202,8	-206,6	-232,1
Augmentation de capital	116,4	158,0	134,6	117,6	-146,1	0,0	0,0	0,0
Autres	-103,4	5,8	45,0	199,0	-10,3	-42,9	-45,0	-47,3
Variation dettes financières nettes	458,9	7,0	-56,5	-457,4	258,6	1 074,8	-52,4	74,0
Dettes financières nettes	686,6	693,6	637,1	179,7	438,3	1 513,1	1 460,7	1 534,7

Répartition du résultat opérationnel par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



RUBIS

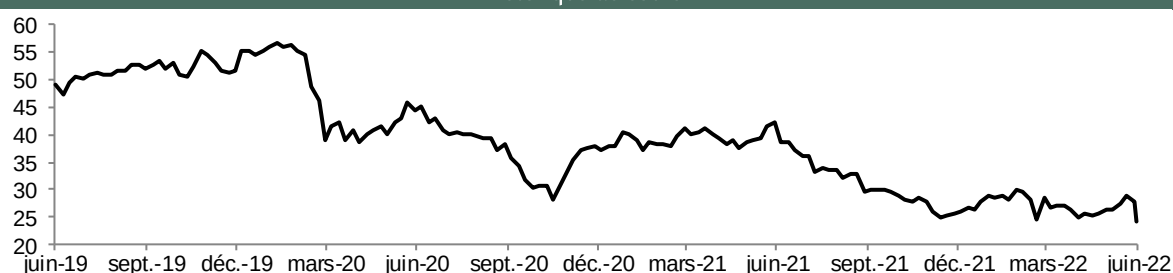
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	2,83	2,79	3,66	2,64	2,79	2,79	2,95	3,11
var. n/n-1	24,3%	-11,9%	47,0%	-27,8%	5,4%	0,0%	5,9%	5,2%
CFPA	3,9	4,0	5,4	4,1	4,7	4,5	4,9	5,2
ANPA	20,7	22,7	24,1	23,6	24,9	25,8	26,8	27,7
Dividende net (versé en n+1)	1,50	1,59	1,75	1,80	1,86	1,86	2,10	2,25
Payout (%)	53,0%	63,8%	47,8%	68,1%	66,7%	66,7%	71,1%	72,4%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	-5,2%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	-2,6%							

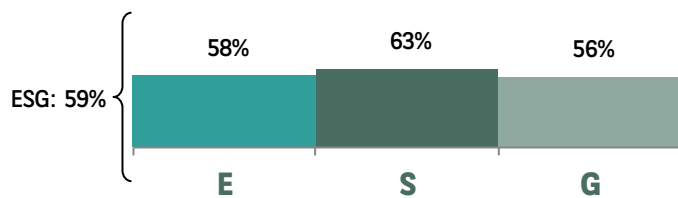
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	17,7	21,6	13,9	15,7	12,4	8,7	8,2	7,8
PCF (x)	12,7	13,6	9,4	10,2	7,5	5,4	5,0	4,7
PAN (x)	2,4	2,4	2,1	1,8	1,4	0,9	0,9	0,9
VE/CA (x)	1,4	1,3	1,1	1,1	0,9	0,7	0,7	0,7
VE/EBE (x)	10,9	14,4	9,7	8,8	7,5	7,0	6,3	6,1
VE/ROP (x)	14,6	19,0	12,2	15,5	10,1	9,9	9,2	8,9
Free Cash Flow Yield (%)	2,0%	1,4%	4,6%	7,2%	1,9%	-2,3%	11,9%	8,1%
Rendement (%)	2,7%	2,8%	3,1%	4,2%	5,2%	7,7%	7,7%	8,7%
Capitalisation (M€)	4 709,3	5 210,2	5 083,9	4 289,0	3 557,4	2 486,6	2 486,6	2 486,6
Valeur d'Entreprise (VE)	5 395,9	5 903,9	5 721,0	4 468,7	3 995,7	3 999,8	3 947,4	4 021,3
Cours de référence (€)	50,2	53,8	50,8	41,4	34,7	24,3	24,3	24,3
Nb de titres (Mio)	93,868	96,814	100,083	103,555	102,541	102,541	102,541	102,541
Nb de titres corrigé (Mio)	93,912	96,778	101,490	106,004	104,954	104,954	104,954	104,954
% de la dilution	0,1%	0,0%	1,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Date d'introduction	01/01/1995							
Cours d'introduction ajusté	12,4 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	896,0	1 217,0	1 163,0	1 306,0	987,0	1 473,0
CA T2	919,0	1 186,0	1 564,0	745,0	1 064,0	
CA S1	1 815,0	2 403,0	2 727,0	2 051,0	2 051,0	
ROP S1	177,0	202,0	238,0	170,0	188,0	
RN pdg corrigé S1	139,0	129,0	157,0	139,0	136,0	
Marge opérationnelle S1	9,8%	8,4%	8,7%	8,3%	9,2%	
Marge nette S1	7,7%	5,4%	5,8%	6,8%	6,6%	
CA T3	1 043,0	1 121,0	1 432,0	922,0	1 200,0	
CA T4	1 074,7	875,8	1 069,5	928,0	1 338,0	
CA S2	2 117,7	1 996,8	2 501,5	1 850,0	2 538,0	
ROP S2	193,2	109,0	218,0	117,9	208,6	
RN pdg corrigé S2	126,6	112,1	156,0	141,3	156,6	
Marge opérationnelle S2	9,1%	5,5%	8,7%	6,4%	8,2%	
Marge nette S2	6,0%	5,6%	6,2%	7,6%	6,2%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	21,9%	35,8%	-4,4%	12,3%	-24,4%	49,2%
CA T2	28,0%	29,1%	31,9%	-52,4%	42,8%	
CA T3	40,8%	7,5%	27,7%	-35,6%	30,2%	
CA T4	32,7%	-18,5%	22,1%	-13,2%	44,2%	
CA S1	24,9%	32,4%	13,5%	-24,8%	0,0%	
CA S2	36,5%	-5,7%	25,3%	-26,0%	37,2%	
ROP S1	10,6%	14,1%	17,8%	-28,6%	10,6%	
ROP S2	36,8%	-43,6%	+ / ++	-45,9%	76,9%	

Historique de cours





RUBIS

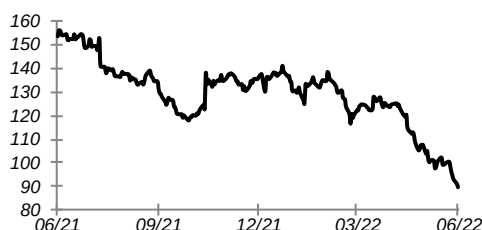
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	43,3	55,8	47,0	Objectif de baisse des émissions de CO2 de 20 % d'ici 2030 (base 2019, périmètre Rubis Énergie - scopes 1 et 2)
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	26%	25%	27%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	2021: 88 chez Rubis Terminal, 94 pour la SRPP et 81 pour la SARA, 86 pour Vitogaz et 81 pour Rubis Antilles Guyane
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	Nombreuses mesures en faveur des personnes en situation de handicap
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	75%	69%	82%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	8,9%	6,7%	7,0%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	1 268	1 369	1 571	FCP Rubis Avenir
Taux d'absentéisme	2,5%	2,2%	2,5%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	5,8	5,5	4,6	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middenlex	Partiel	Partiel	Partiel	Rubis applique les recommandations du Code AFEP / MEDEF" et procède aux adaptations nécessaires à sa forme de société en commandite par actions.
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	NA	NA	NA	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	11	9	10	
<i>dont indépendants</i>	7	5	5	
<i>dont femmes</i>	5	5	5	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	100%	90%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	Lors des réunions du comité des risques, les enjeux cyber sont évoqués
Comité RSE	Non	Non	Non	Les enjeux RSE font partie des sujets abordés par le Comité des risques lors de chaque réunion. Le comité a notamment revu et validé l'analyse des risques RSE de la DPEF.
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	5,4%	5,5%	5,8%	Groupe Industriel Marcel Dassault
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	28	24,4	26,4	Sur la base de la rémunération de M. Gilles Gobin et de la société Sorgema.
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	90%	93%	93%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

SEB

Biens de consommation



Cours : 89,60€

14 Juin 2022

Objectif : 162,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000121709 / SK
Reuters / Bloomberg	SEBF.PA / SK FP
Indice	CAC Mid 60
Éligibilité PEA-PME	Non

Capitalisation (M€)	4 958,3
Flottant (%)	46,4%
Nbre de Titres (Mio)	55,338
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
Groupe Fondateur	42,6%
FFP Invest	5,0%
FSP	5,3%
Salariés	3,5%

	21	22e	23e
PER	17,1	10,2	9,0
PCF	9,2	5,7	5,2
VE/CA	1,2	0,8	0,7
VE/ROP	13,3	8,5	7,2
PAN	2,6	1,5	1,4
Rendement	1,5%	2,7%	2,5%
Free Cash Flow Yield	4,6%	9,0%	14,3%
ROACE	13,0%	12,5%	13,6%

CA	8 058,8	8 397,3	8 776,8
CA précédent	8 058,8	8 397,3	8 776,8
var. n/n-1	16,1%	4,2%	4,5%
EBE	1 041,5	1 124,4	1 219,1
ROC	774,0	805,3	885,6
% CA	9,6%	9,6%	10,1%
ROP	714,9	770,3	850,6
% CA	8,9%	9,2%	9,7%
RN Pdg publié	453,9	484,3	546,9
% CA	5,6%	5,8%	6,2%

BNPA	8,24	8,79	9,92
BNPA précédent	8,24	8,79	9,92
var. n/n-1	37,8%	6,7%	12,9%
BNPA Cor	8,24	8,79	9,92
ANPA	54,3	59,6	66,3
Dividende net	2,45	2,25	2,54

DFN	1 508,9	1 293,7	810,8

Arnaud Despre, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 52
arnaud.despre@bnpparibas.com

Surveiller de près l'inflation !

Activité

Seb est le leader mondial du petit équipement domestique et intervient dans les domaines du petit électroménager, des articles culinaires, du café professionnel et de l'équipement hôtelier. Avec ses six marques mondiales (Moulinex, Rowenta, Tefal, Krups, Lagostina et All-Clad) et ses marques régionales, Seb est présent dans toutes les gammes et tous les formats de distribution. Il réalise 8% de son CA 2021 sur une distribution professionnelle et 92% sur une distribution consumer, dont 52% sur la zone EMEA, 33% en Asie/Pacifique et 15% sur les Amériques.

Marché / Concurrence

Évalué à près de 45Mds€ (32Mds€ électroménager/13Mds€ articles culinaires), le marché du petit équipement domestique est soutenu par l'innovation produits dans les pays matures et par une phase d'équipement dans les pays émergents. Présent dans près de 150 pays, le groupe est confronté à une concurrence multiple allant de grands groupes (Philips, Electrolux, DeLonghi...) pour lesquels le petit électroménager n'est qu'un des métiers, jusqu'à des spécialistes haut de gamme concentrés sur un ou deux produits (Magimix, Dyson...), en passant par les acteurs chinois produisant sans marque ou à marque distributeur (Xiaomi, Instant Pot...). Seb est leader mondial sur 75% de son CA et notamment sur dix familles de produits.

Stratégie / Perspectives

Le groupe vise une croissance top line et ROPA sur 2022. Le management précise que l'Europe fait un bon début d'année, notamment en Allemagne. La Chine réalise un excellent début d'année, et ce malgré les achats de précaution qui avaient été réalisés au T4 n-1. La croissance org. s'établit sur la zone à +10,9% vs PZP +6,2% org. Toutefois, sur avril, la zone affiche une croissance en publiée à 2 chiffres mais en légère décroissance org., en lien avec la situation sanitaire. Mais la tendance est conjoncturelle et la situation devrait s'améliorer sur les prochaines semaines. Le risque majeur est la dégradation de différents indicateurs de consommation (indicateur avancé), en corrélation directe avec l'inflation actuelle. Rappelons que Seb avait constitué, et conserve, un stock de précaution relativement élevé à l'heure actuelle, ce qui devrait préserver la marge brute à MT.

Valorisation

Les marques d'inquiétudes se portent 1/ à CT sur la Chine, où la production et les exportations vers US/Europe se sont dégradées en avril et surtout 2/ à MT sur la baisse des indices de consommation dans les principaux pays/régions du groupe. Toutefois le titre est peu valorisé, nous ajustons à la baisse notre obj. à 162€ sous l'actualisation de notre modèle et en tenant compte d'une prime ESG de +10%.

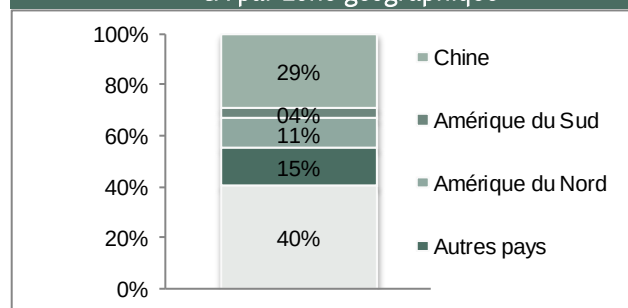
SEB

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	6 484,6	6 812,2	7 353,9	6 940,0	8 058,8	8 397,3	8 776,8	9 112,1
var. n/n-1	29,7%	5,1%	8,0%	-5,6%	16,1%	4,2%	4,5%	3,8%
var. organique	9,2%	7,8%	5,8%	-3,8%	15,5%	4,2%	4,5%	3,8%
EBE	800,9	840,2	980,6	855,1	1 041,5	1 124,4	1 219,1	1 265,7
ROC	623,0	661,2	702,6	581,2	774,0	805,3	885,6	919,4
var. n/n-1	33,0%	6,1%	6,3%	-17,3%	33,2%	4,0%	10,0%	3,8%
ROP	579,4	625,6	620,5	503,3	714,9	770,3	850,6	884,4
RCAI	507,8	593,7	559,8	442,5	650,4	708,1	799,6	833,4
IS	-99,2	-131,2	-131,5	-93,8	-142,7	-166,4	-187,9	-195,8
RN Pdg publié	375,0	419,0	379,7	300,5	453,9	484,3	546,9	570,0
RN Pdg corrigé	375,0	419,0	379,7	300,5	453,9	484,3	546,9	570,0
var. n/n-1	45,1%	11,7%	-9,4%	-20,9%	51,0%	6,7%	12,9%	4,2%
Tmva CA 2019 / 2023e	4,5%							
Marge brute (%)	40,0%	39,5%	38,5%	38,3%	38,5%	38,9%	39,2%	39,2%
Marge opérationnelle (%)	8,9%	9,2%	8,4%	7,3%	8,9%	9,2%	9,7%	9,7%
Marge nette (%)	5,8%	6,2%	5,2%	4,3%	5,6%	5,8%	6,2%	6,3%
Taux IS (%)	19,5%	22,1%	23,5%	21,2%	21,9%	23,5%	23,5%	23,5%
Frais de personnel / CA (%)	18,8%	18,3%	18,2%	18,3%	16,9%	17,8%	17,6%	17,6%
CA/effectif (K€)	197	210	217	211	246	-	-	-
var. n/n-1	25,8%	7,1%	3,0%	-2,5%	16,7%	-	-	-
Effectif moyen	33 000	32 368	33 937	32 847	32 695	-	-	-
var. n/n-1	3,1%	-1,9%	4,8%	-3,2%	-0,5%	-	-	-

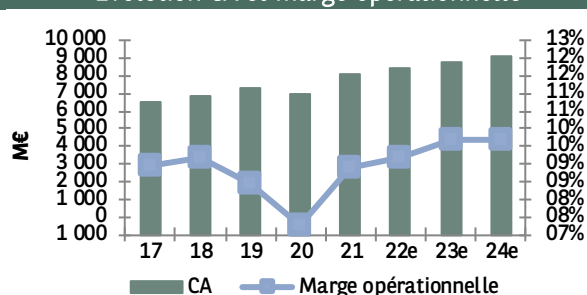
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	1 789,5	2 098,0	2 392,6	2 467,5	2 990,1	3 285,8	3 655,5	4 032,0
Dettes financières nettes	1 890,1	1 571,5	1 976,7	1 523,9	1 508,9	1 293,7	810,8	384,5
Autres	317,9	201,3	150,6	182,1	58,3	58,3	58,3	58,3
Capitaux investis	4 172,3	4 079,4	4 754,8	4 440,8	4 857,9	4 995,8	4 947,4	4 965,1
Immobilisations nettes	3 584,7	3 714,3	4 417,9	4 420,2	4 635,9	4 627,5	4 618,7	4 609,6
dont écarts d'acquisition	448,2	448,2	448,2	448,2	448,2	448,2	448,2	448,2
dont financières	126,1	206,7	296,7	296,7	372,6	372,6	372,6	372,6
BFR	713,7	571,8	633,6	317,3	594,6	740,9	701,3	728,1
Actif économique	4 172,3	4 079,4	4 754,8	4 440,8	4 857,9	4 995,8	4 947,4	4 965,1
Gearing (%)	96,2%	68,1%	75,2%	55,7%	45,9%	35,5%	19,9%	8,5%
BFR/CA (%)	11,0%	8,4%	8,6%	4,6%	7,4%	8,8%	8,0%	8,0%
Dettes financières nettes/EBE (x)	2,4	1,9	2,0	1,8	1,4	1,2	0,7	0,3
ROE (%)	21,0%	20,0%	15,9%	12,2%	15,2%	14,7%	15,0%	14,1%
ROACE (%) après IS normé	12,0%	12,5%	12,2%	10,0%	13,0%	12,5%	13,6%	14,2%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	580,9	672,2	724,8	600,7	846,0	860,8	945,2	983,8
Variation BFR	-124,1	51,6	-42,7	361,8	-272,6	-146,3	39,6	-26,8
Investissements industriels	-192,4	-213,5	-266,3	-182,5	-212,9	-268,7	-280,9	-291,6
% du CA	3,0%	3,1%	3,6%	2,6%	2,6%	3,2%	3,2%	3,2%
Cash Flow Libre	264,4	510,3	415,8	780,0	360,5	445,8	704,0	665,4
Cessions d'actifs	13,7	11,1	32,4	6,3	3,2	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-38,8	-79,4	-43,7	-692,5	567,5	-42,0	-43,9	-45,6
Dividendes	-101,1	-126,6	-137,3	-101,0	-151,5	-138,6	-127,1	-143,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-21,1	3,2	-672,4	460,0	-764,7	-50,0	-50,0	-50,0
Variation dettes financières nettes	-117,1	-318,6	405,2	-452,8	-15,0	-215,2	-483,0	-426,3
Dettes financières nettes	1 890,1	1 571,5	1 976,7	1 523,9	1 508,9	1 293,7	810,8	384,5

CA par zone géographique



Evolution CA et marge opérationnelle



SEB

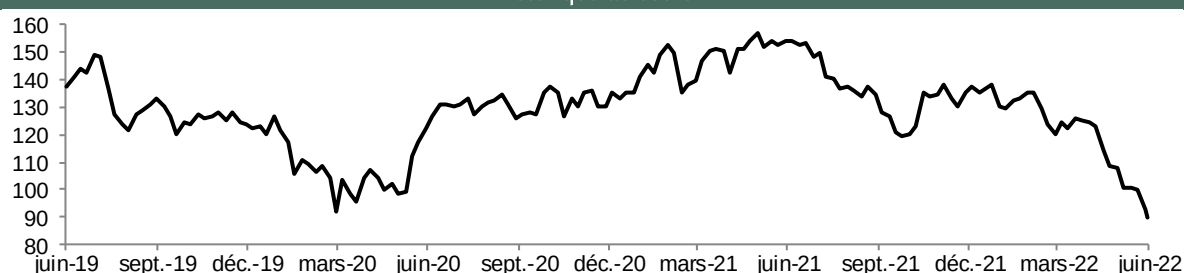
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	7,59	8,48	7,59	5,98	8,24	8,79	9,92	10,34
var. n/n-1	43,8%	11,7%	-10,5%	-21,3%	37,8%	6,7%	12,9%	4,2%
CFPA	11,8	13,6	14,5	11,9	15,4	15,6	17,2	17,9
ANPA	36,2	42,5	47,8	49,1	54,3	59,6	66,3	73,2
Dividende net (versé en n+1)	2,00	2,14	1,43	2,14	2,45	2,25	2,54	2,64
Payout (%)	26,3%	25,2%	18,8%	35,8%	29,7%	25,6%	25,6%	25,6%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	6,9%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	4,3%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	17,5	16,0	17,3	20,2	17,1	10,2	9,0	8,7
PCF (x)	11,3	10,0	9,0	10,1	9,2	5,7	5,2	5,0
PAN (x)	3,7	3,2	2,7	2,5	2,6	1,5	1,4	1,2
VE/CA (x)	1,3	1,3	1,2	1,1	1,2	0,8	0,7	0,6
VE/EBE (x)	10,8	10,2	8,9	9,2	9,1	5,8	5,0	4,6
VE/ROP (x)	14,9	13,6	14,1	15,6	13,3	8,5	7,2	6,5
Free Cash Flow Yield (%)	4,0%	7,6%	6,3%	12,9%	4,6%	9,0%	14,3%	13,5%
Rendement (%)	1,3%	1,5%	1,6%	1,2%	1,5%	2,7%	2,5%	2,8%
Capitalisation (M€)	6 578,2	6 756,0	6 522,4	6 044,8	7 714,6	4 899,6	4 899,6	4 899,6
Valeur d'Entreprise (VE)	8 643,1	8 536,1	8 734,0	7 836,0	9 524,1	6 551,3	6 133,2	5 774,4
Cours de référence (€)	132,6	136,0	131,0	120,7	141,1	89,6	89,6	89,6
Nb de titres (Mio)	49,597	49,661	49,779	50,073	54,683	54,683	54,683	54,683
Nb de titres corrigé (Mio)	49,390	49,387	50,009	50,270	55,107	55,107	55,107	55,107
% de la dilution	0,8%	0,7%	1,2%	0,7%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Date d'introduction	01/01/1975							
Cours d'introduction ajusté	-							

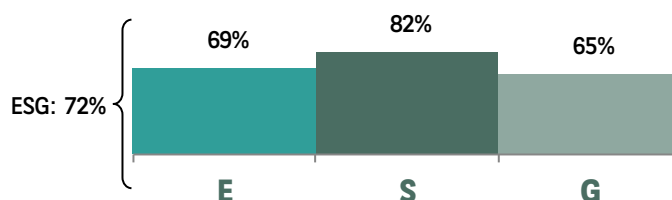
Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	1 527,0	1 559,0	1 722,0	1 454,0	1 852,0	1 915,0
CA T2	1 414,0	1 466,0	1 615,0	1 460,0	1 758,0	
CA S1	2 941,0	3 025,0	3 337,0	2 914,0	3 610,0	
ROP S1	178,0	186,0	213,0	58,0	258,0	
RN pdg corrigé S1	83,0	91,0	100,0	3,0	151,0	
Marge opérationnelle S1	6,1%	6,1%	6,4%	2,0%	7,1%	
Marge nette S1	2,8%	3,0%	3,0%	0,1%	4,2%	
CA T3	1 518,0	1 603,0	1 777,0	1 797,0	1 961,0	
CA T4	2 026,0	2 184,0	2 240,0	2 228,0	2 488,0	
CA S2	3 544,0	3 787,0	4 017,0	4 025,0	4 449,0	
ROP S2	401,4	439,6	407,5	445,3	456,9	
RN pdg corrigé S2	292,0	328,0	279,7	297,5	302,9	
Marge opérationnelle S2	11,3%	11,6%	10,1%	11,1%	10,3%	
Marge nette S2	8,2%	8,7%	7,0%	7,4%	6,8%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	37,0%	2,1%	10,5%	-15,6%	27,4%	3,4%
CA T2	34,8%	3,7%	10,2%	-9,6%	20,4%	
CA T3	26,1%	5,6%	10,9%	1,1%	9,1%	
CA T4	24,1%	7,8%	2,6%	-0,5%	11,7%	
CA S1	35,9%	2,9%	10,3%	-12,7%	23,9%	
CA S2	25,0%	6,9%	6,1%	0,2%	10,5%	
ROP S1	33,1%	4,5%	14,5%	-72,8%	+ / ++	
ROP S2	37,2%	9,5%	-7,3%	9,3%	2,6%	

Historique de cours



SEB



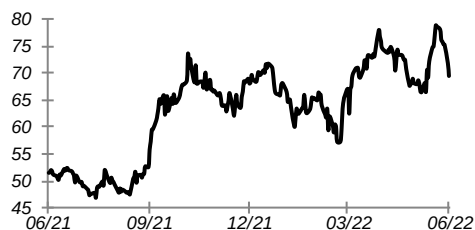
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	25,0	27,0	27,0	
Politique de compensation des émissions CO2	Oui	Oui	Oui	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	42%	43%	43%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	1,8%	2,1%	2,1%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	105%	97%	109%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	6,4%	4,7%	6,5%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Oui	Oui	Oui	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	0	0	0	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	1 053	1 121	1 179	
Taux d'absentéisme	3,3%	2,6%	3,1%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	17	17	16	
<i>dont indépendants</i>	5	5	5	
<i>dont femmes</i>	9	7	6	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	100%	97%	99%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	23%	25%	20%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	111,2	93,8	111,6	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

SECHE ENVIRONNEMENT

Energie



Cours : 69,50€ 14 Juin 2022

Objectif : 92,08€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0000039109 / SCHP
Reuters / Bloomberg CCHE.PA / SCHP FP
Indice CAC Small
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **546,1**
Flottant (%) 29,7%
Nbre de Titres (Mio) 7,858
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Groupe Séc Hé (Famille) 61,8%
Pegase-53 7,2%
Public 29,7%
Actions propres 0,7%

	21	22e	23e
PER	15,1	14,7	12,2
PCF	3,4	4,1	3,7
VE/CA	1,2	1,3	1,1
VE/ROP	13,8	14,8	12,4
PAN	1,6	1,8	1,6
Rendement	1,7%	1,4%	1,8%
Free Cash Flow Yield	4,2%	1,5%	4,2%
ROACE	7,3%	7,4%	7,8%

CA	790,1	871,8	985,2
CA précédent	790,1	871,8	925,2
var. n/n-1	17,4%	10,3%	13,0%
EBE	170,3	185,7	207,0
ROC	71,5	77,5	88,4
% CA	9,0%	8,9%	9,0%
ROP	68,7	76,5	87,4
% CA	8,7%	8,8%	8,9%
RN Pdg publié	28,4	36,9	44,5
% CA	3,6%	4,2%	4,5%

BNPA	3,64	4,73	5,70
BNPA précédent	3,64	4,73	5,41
var. n/n-1	105,5%	30,1%	20,4%
BNPA Cor	3,64	4,73	5,70
ANPA	35,2	39,0	43,4
Dividende net	1,00	1,25	1,50

DFN	474,9	545,8	534,2

Nicolas Royot, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
nicolas.royot@bnpparibas.com

Croissance organique et croissance externe

Activité

Acteur majeur du marché français du traitement des déchets (3^e opérateur en termes de taille), Séc Hé Environnement intervient en aval des activités de collecte (moins rentables) et se concentre sur les métiers plus techniques : 1/ traitement des déchets (purification, oxydation, traitement physico-chimique), 2/ stockage des déchets dangereux et non dangereux et 3/ incinération, avec ou sans valorisation énergétique. Le CA se répartit entre les déchets dangereux (≈65% du CA) et les déchets non dangereux (≈35% du CA). A l'international (28% du CA), Séc Hé est présent en Afrique du Sud, en Italie et plus marginalement en Amérique Latine (Pérou, Chili, Argentine, Mexique) et dans d'autres pays européens (Espagne, Allemagne).

Marché / Concurrence

Séc Hé se positionne en tant que n°2 derrière Veolia dans l'incinération et n°2 derrière Suez Environnement dans le stockage. Le groupe se concentre ainsi sur les métiers à contenu technologique élevé, fort d'investissements conséquents dans des outils modernes et performants (8% du CA en capex industriels de maintenance soit 55-60M€ par an) ainsi que dans la R&D. Le groupe met en avant son expertise sur les segments plus spécialisés : traitement physico-chimique des déchets industriels liquides (n°1 de la purification chimique), traitement des déchets de soins à risques infectieux ou décontamination des appareils électriques souillés au PCB.

Stratégie / Perspectives

La stratégie de développement est centrée sur le cœur de métier et les prestations à haute valeur ajoutée sur une clientèle de plus en plus industrielle. La réglementation reste une barrière forte à l'entrée et un soutien à la croissance : le durcissement des législations environnementales est un levier tant en France (raréfaction des capacités disponibles, mise en œuvre de l'économie circulaire) qu'à l'international (renforcement tendanciel des réglementations environnementales locales). La combinaison d'une croissance organique soutenue et d'acquisitions ont fait passer l'international de ≈4% du CA en 2016 à ≈28% en 2021. Récemment, Séc Hé a profité de la fusion Veolia/Suez pour acquérir 2 activités: une de traitement des eaux industrielles, et une dans la maintenance des réseaux et ouvrages d'assainissement en Ile-de-France. Séc Hé a donné des guidances 2025 : CA contributif proche de 1000M€ et marge d'EBE entre 24 et 25% (à périmètre constant), soit des niveaux supérieurs à ceux que nous attendions (CA 878M€ et marge EBE 22,5%). L'objectif de CA sous-entend un TCAM de 8% entre 2021 et 2025, alors que la marge cible nous semble crédible car déjà réalisée en 2021 en France (24,9%). Ainsi, l'International nous semble être le principal levier, tant sur la croissance que sur la rentabilité (18,6% de marge EBE 21). Séc Hé Environnement va poursuivre sa politique d'efficacité industrielle et de réduction des coûts (amélioration des taux de disponibilité et des coûts de revient, focus sur la valeur ajoutée, réduction des foyers de pertes).

Valorisation

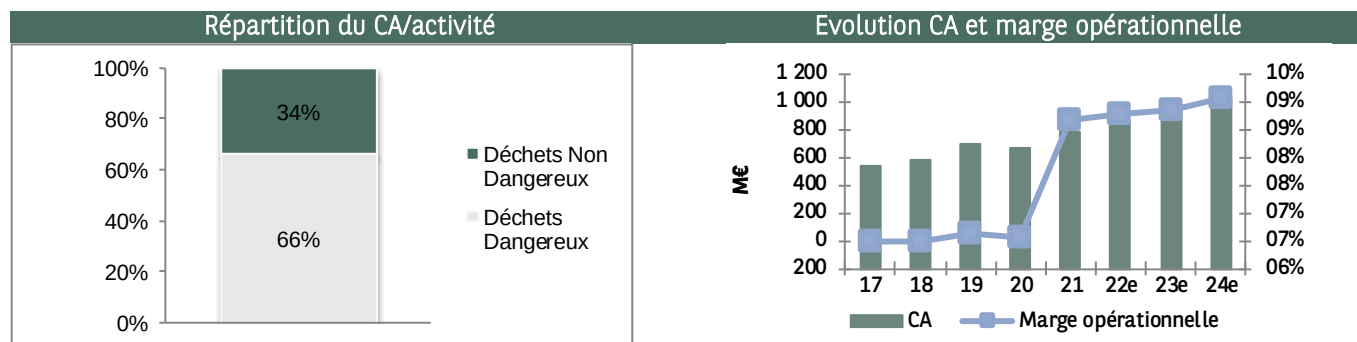
Notre objectif de cours provient d'un DCF (83,4€) auquel est rajouté une prime ESG de 10% (Score 74%).

SECHE ENVIRONNEMENT

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	534,5	585,3	704,4	673,1	790,1	871,8	985,2	1 041,9
var. n/n-1	11,8%	9,5%	20,4%	-4,4%	17,4%	10,3%	13,0%	5,8%
var. organique	1,6%	9,5%	-7,8%	11,8%	9,1%	4,2%	4,1%	2,3%
EBE	95,4	108,7	135,4	137,0	170,3	185,7	207,0	222,2
ROC	37,0	44,2	47,8	47,5	71,5	77,5	88,4	95,5
var. n/n-1	7,8%	19,4%	8,1%	-0,6%	50,4%	8,4%	14,1%	8,0%
ROP	34,7	38,0	46,8	44,2	68,7	76,5	87,4	94,5
RCAI	21,1	24,6	29,3	23,8	44,6	55,3	66,2	74,7
IS	-7,7	-8,8	-10,4	-8,4	-14,1	-17,0	-20,2	-22,6
RN Pdg publié	12,7	15,6	17,8	13,8	28,4	36,9	44,5	50,3
RN Pdg corrigé	12,7	15,6	17,8	13,8	28,4	36,9	44,5	50,3
var. n/n-1	+/+	23,0%	14,4%	-22,5%	+/+	30,1%	20,4%	13,2%
Tmva CA 2019 / 2023e	8,7%							
Marge brute (%)	89,0%	89,2%	88,1%	87,5%	87,8%	87,7%	87,7%	87,7%
Marge opérationnelle (%)	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%	8,7%	8,8%	8,9%	9,1%
Marge nette (%)	2,4%	2,7%	2,5%	2,1%	3,6%	4,2%	4,5%	4,8%
Taux IS (%)	36,4%	35,7%	35,4%	35,3%	31,5%	30,8%	30,5%	30,3%
Frais de personnel / CA (%)	23,8%	22,8%	24,5%	24,4%	23,3%	21,6%	19,5%	18,8%
CA/effectif (K€)	213	230	158	152	171	-	-	-
var. n/n-1	-12,3%	7,8%	-31,0%	-3,8%	12,0%	-	-	-
Effectif moyen	2 508	2 549	4 449	4 420	4 633	-	-	-
var. n/n-1	27,4%	1,6%	74,5%	-0,7%	4,8%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	247,2	254,8	263,5	257,2	274,9	304,0	338,8	377,4
Dettes financières nettes	0,0	317,4	456,2	450,3	474,9	545,8	534,2	508,8
Autres	269,1	-51,7	-44,6	-89,7	-80,5	-82,4	-84,8	-86,9
Capitaux investis	516,3	520,5	675,1	617,8	669,3	767,4	788,2	799,3
Immobilisations nettes	545,6	552,8	705,9	691,1	742,0	840,7	862,3	873,8
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	12,3	12,4	8,4	7,4	11,1	11,1	11,1	11,1
BFR	-17,0	-20,0	-22,4	-65,8	-61,6	-62,2	-63,0	-63,4
Actif économique	516,3	520,5	675,1	617,8	669,3	767,4	788,2	799,3
Gearing (%)	0,0%	124,6%	173,1%	175,1%	172,8%	179,5%	157,7%	134,8%
BFR/CA (%)	-3,2%	-3,4%	-3,2%	-9,8%	-7,8%	-7,1%	-6,4%	-6,1%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,0	2,9	3,4	3,3	2,8	2,9	2,6	2,3
ROE (%)	5,1%	6,1%	6,8%	5,4%	10,3%	12,1%	13,1%	13,3%
ROACE (%) après IS normé	4,4%	4,7%	5,1%	4,4%	7,3%	7,4%	7,8%	8,4%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	70,0	75,0	99,7	94,9	127,6	131,8	148,1	162,3
Variation BFR	30,2	-2,0	-5,0	11,3	-0,6	0,6	0,8	0,4
Investissements industriels	-58,8	-54,6	-72,5	-63,0	-108,8	-124,1	-126,1	-123,8
% du CA	11,0%	9,3%	10,3%	9,4%	13,8%	14,2%	12,8%	11,9%
Cash Flow Libre	41,4	18,4	22,1	43,2	18,2	8,3	22,8	38,8
Cessions d'actifs	1,7	1,5	2,7	2,2	2,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-70,9	1,1	-69,8	-13,6	-32,1	-70,0	0,0	0,0
Dividendes	-7,4	-7,5	-8,1	-8,3	-8,5	-9,2	-11,3	-13,4
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	314,3	-331,0	-85,7	-17,6	-4,4	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-279,0	317,4	138,8	-5,9	24,6	70,9	-11,5	-25,4
Dettes financières nettes	0,0	317,4	456,2	450,3	474,9	545,8	534,2	508,8



SECHE ENVIRONNEMENT

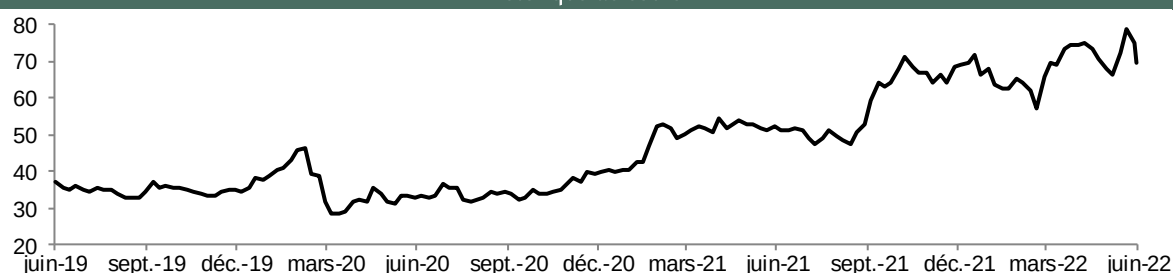
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1,62	2,00	2,28	1,77	3,64	4,73	5,70	6,45
var. n/n-1	+ / ++	22,9%	14,4%	-22,5%	+ / ++	30,1%	20,4%	13,2%
CFPA	9,0	9,6	12,8	12,2	16,4	16,9	19,0	20,8
ANPA	31,7	32,7	33,8	33,0	35,2	39,0	43,4	48,4
Dividende net (versé en n+1)	0,95	0,95	0,95	0,95	1,00	1,25	1,50	1,75
Payout (%)	58,5%	47,6%	41,6%	53,7%	27,5%	26,4%	26,3%	27,1%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	25,7%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	10,4%							

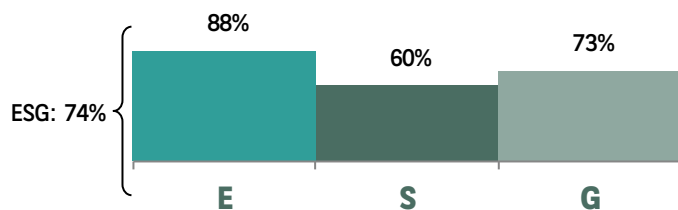
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	19,2	14,3	14,4	20,0	15,1	14,7	12,2	10,8
PCF (x)	3,5	3,0	2,6	2,9	3,4	4,1	3,7	3,3
PAN (x)	1,0	0,9	1,0	1,1	1,6	1,8	1,6	1,4
VE/CA (x)	0,4	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,1	1,0
VE/EBE (x)	2,4	5,4	5,6	5,6	5,6	6,1	5,2	4,7
VE/ROP (x)	6,7	15,3	16,1	17,4	13,8	14,8	12,4	11,2
Free Cash Flow Yield (%)	17,0%	8,3%	8,6%	15,6%	4,2%	1,5%	4,2%	7,2%
Rendement (%)	3,0%	3,3%	2,9%	2,7%	1,7%	1,4%	1,8%	2,2%
Capitalisation (M€)	244,9	225,1	258,5	278,7	432,9	546,1	546,1	546,1
Valeur d'Entreprise (VE)	232,6	582,3	754,5	768,8	947,6	1 131,7	1 080,3	1 054,9
Cours de référence (€)	31,2	28,6	32,9	35,5	55,1	69,5	69,5	69,5
Nb de titres (Mio)	7,858	7,858	7,858	7,858	7,858	7,858	7,858	7,858
Nb de titres corrigé (Mio)	7,799	7,803	7,803	7,803	7,803	7,803	7,803	7,803
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	27/11/1997							
Cours d'introduction ajusté	28,2 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	124,2	135,6	155,8	172,8	169,6	209,1
CA T2	128,4	142,0	174,0	140,6	185,1	
CA S1	252,6	277,6	329,8	313,2	354,7	
ROP S1	12,8	18,7	21,6	11,9	30,8	
RN pdg corrigé S1	3,7	9,2	7,6	-0,9	13,5	
Marge opérationnelle S1	5,1%	6,7%	6,5%	3,8%	8,7%	
Marge nette S1	1,5%	3,3%	2,3%	-0,3%	3,8%	
CA T3	121,3	137,9	168,4	169,1	183,4	
CA T4	138,0	144,9	189,6	190,7	252,0	
CA S2	259,3	282,8	358,0	359,8	435,4	
ROP S2	21,9	19,3	25,2	32,4	37,9	
RN pdg corrigé S2	9,0	6,4	10,2	14,7	14,9	
Marge opérationnelle S2	8,4%	6,8%	7,0%	9,0%	8,7%	
Marge nette S2	3,5%	2,3%	2,9%	4,1%	3,4%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	12,6%	9,2%	14,9%	10,9%	-1,9%	23,3%
CA T2	14,5%	10,6%	22,5%	-19,2%	31,7%	
CA T3	9,4%	13,7%	22,1%	0,4%	8,5%	
CA T4	8,8%	5,0%	30,8%	0,6%	32,1%	
CA S1	13,6%	9,9%	18,8%	-5,0%	13,2%	
CA S2	9,1%	9,1%	26,6%	0,5%	21,0%	
ROP S1	21,9%	46,1%	15,5%	-45,0%	+ / ++	
ROP S2	39,4%	-11,7%	30,4%	28,6%	17,1%	

Historique de cours





SECHE ENVIRONNEMENT

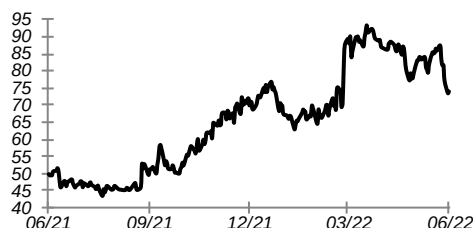
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	1,3	1,6	1,5	Certification «Système de management de l'engagement climat» par ECOCERT
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Oui	Oui	Oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	22%	22%	23%	France uniquement jusqu'en 2018
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	77	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	3,7%	4,6%	ND	France uniquement
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	73%	68%	74%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	60%	27%	35%	Contrats de chantiers sur certains projets
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	34	42	44	
Taux d'absentéisme	4,3%	3,9%	3,3%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	16,5	20,9	14,8	
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	8	8	8	
<i>dont indépendants</i>	4	3	3	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	98%	100%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	Droit de vote double pour les actions au nominatif depuis 4 ans
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	68%	73%	78%	Famille Séché
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	10,3	11,09	12,24	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	Norme ISO 26000
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	Norme ISO 9001 (enquêtes de satisfaction, nombre ou taux de réclamations)
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	84%	70%	82%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

SES IMAGOTAG

Technologie



Cours : 74,00€ 14 Juin 2022

Objectif : 98,00€

RENFORCER (2)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0010282822 / SESL
Reuters / Bloomberg	SESL.PA / SESL:FP
Indice	CAC Small
Contrat de prestation analyse	
Eligibilité PEA-PME	Oui
Capitalisation (M€)	1 166,3
Flottant (%)	5,5%
Nbre de Titres (Mio)	15,761
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
BOE Smart Retail	60,2%
Amiral Gestion	7,1%
E Ink (Yuen-Yu Investment Co.)	5,5%
Qualcomm Incorporated	2,0%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	25,4
PCF	23,5	25,9	15,1
VE/CA	1,9	1,9	1,4
VE/ROP	ns	ns	15,8
PAN	4,5	6,0	4,8
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	0,2%	1,5%	1,2%
ROACE	1,4%	12,0%	26,0%

	2021	2022e	2023e
CA	422,6	607,5	808,0
CA précédent	422,6	607,5	808,0
var. n/n-1	46,4%	43,7%	33,0%
EBE	33,4	57,6	104,1
ROC	5,0	30,1	71,6
% CA	1,2%	5,0%	8,9%
ROP	4,9	30,1	71,6
% CA	1,2%	5,0%	8,9%
RN Pdg publié	2,6	18,8	47,2
% CA	0,6%	3,1%	5,8%

	2021	2022e	2023e
BNPA	0,16	1,16	2,91
BNPA précédent	0,13	1,19	3,00
var. n/n-1	ns	633,5%	150,8%
BNPA Cor	0,16	1,16	2,91
ANPA	11,2	12,4	15,3
Dividende net	0,00	0,00	0,00

	2021	2022e	2023e
DFN	-2,3	-20,9	-35,6

Gaétan Calabro, Analyste Financier
+33 (0)2 40 44 94 68
gaetan.calabro@bnpparibas.com

L'étiquette digitale sur le bon rail

Activité

Fondé en 1992, SES-Imagotag est le leader mondial (≈50% pdm) des systèmes d'Etiquetage Electronique de Gondole (EEG) destinés à la grande distribution (alimentaire et non alimentaire). Le groupe conçoit, commercialise et installe chacun des composants du système (infrastructure logicielle et transmission, affichages, fixations). Le groupe réalise environ 75% de son chiffre d'affaires en EMEA (dont 14% en France) et 25% en Amérique du Nord & Asie.

Marché / Concurrence

Dans un marché attendu en forte croissance d'ici 2025 (c.2,5Mds€ selon les sources vs. ≈800M€ en 2021), SES-Imagotag semble le mieux armé pour répondre aux enjeux du commerce omnicanal. Au-delà de la seule étiquette, le groupe propose une plateforme IoT permettant aux commerçants de connecter et digitaliser intégralement leurs points de vente. A titre d'illustration, sur la décennie en cours, SES-Imagotag a dépensé près de trois fois plus en R&D que son principal concurrent, le suédois Pricer, et en tire aujourd'hui les fruits. Dans cet environnement fortement concurrentiel, les récents partenariats conclus avec BOE Technology, E Ink et Qualcomm soulignent la qualité de la technologie et devraient faciliter le déploiement international ambitionné, principalement aux USA.

Stratégie / Perspectives

La crise sanitaire a entraîné une croissance inédite du e-commerce alimentaire. Au-delà de la forte augmentation des commandes en ligne nécessitant un modèle de livraison flexible et adapté, la disponibilité de la main d'œuvre a également été affectée (augmentation de la part du travail temporaire qui encourage une offre de solutions numériques adaptée afin d'optimiser le flux en magasin). A fin mars, la visibilité commerciale est excellente (661M€ de prises de commandes sur 12 mois glissants ; +34% vs. n-1 / book-to-bill : 1,44 vs. 1,53 n-1), comprenant de très nombreuses signatures sur l'ensemble des zones. Le management a annoncé mi-mars l'élargissement du partenariat stratégique avec Walmart aux USA (phase pilote réussie dans l'Arkansas, aucun élément chiffré à ce stade mais potentiellement plusieurs centaines de millions de dollars). Malgré les différents vents contraires (inflation, composants, confinement en Chine...), le management a confirmé avec confiance ses perspectives 2022 (CA +30/50% avec une progression de l'EBITDA semblable à celle de 2021) et 2023 (CA : 800M€ avec 15% marge d'EBITDA). De plus, SESL récolte depuis 2021 les fruits du bon travail effectué pour étoffer sa gamme de "solutions à valeur ajoutée" (Cloud et Captana notamment) qui représente c.15% de son chiffre d'affaires et permet de compenser en partie la hausse conjoncturelle des coûts des composants.

Valorisation

Le contexte sanitaire a bel et bien joué ce rôle d'accélérateur du besoin de digitalisation du secteur retail. Par ailleurs, un contrat avec le numéro un de la distribution mondiale était attendu de longue date (d'autant plus depuis l'annonce canadienne début 2021) et change clairement la donne pour le groupe. A 2,2x VE/CA 2022e, la valorisation (Objectif : 98€/action par DCF) reste attractive pour cette valeur d'hyper-croissance.

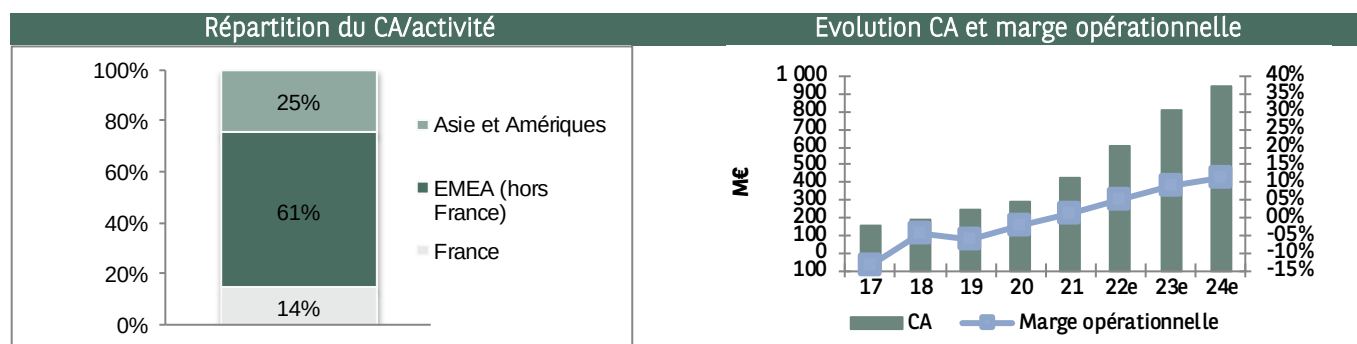
La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 10/06/2022 - 09:33 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

SES IMAGOTAG

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	153,0	187,9	247,4	288,6	422,6	607,5	808,0	950,0
var. n/n-1	-13,5%	22,8%	31,6%	16,7%	46,4%	43,7%	33,0%	17,6%
var. organique	-13,5%	8,3%	31,6%	16,7%	36,4%	43,7%	33,0%	0,0%
EBE	2,0	5,6	1,6	14,7	33,4	57,6	104,1	137,1
ROC	-4,5	-7,7	-15,1	-6,2	5,0	30,1	71,6	104,6
var. n/n-1	+/-	-/-	-/-	-/-	-/+	+/++	+/++	46,2%
ROP	-21,0	-8,4	-14,9	-6,7	4,9	30,1	71,6	104,6
RCAI	-25,5	-8,6	-17,2	-10,5	3,8	26,1	65,6	98,6
IS	4,4	2,7	3,8	1,2	-2,0	-7,3	-18,4	-27,6
RN Pdg publié	-21,1	-5,9	-12,7	-8,5	2,6	18,8	47,2	71,0
RN Pdg corrigé	-7,4	-5,3	-12,9	-8,1	2,6	18,8	47,2	71,0
var. n/n-1	+/-	-/-	+/++	-/-	-/+	+/++	+/++	50,4%
Tmva CA 2019 / 2023e	34,4%							
Marge brute (%)	32,2%	28,7%	23,4%	24,5%	24,5%	25,4%	28,0%	29,0%
Marge opérationnelle (%)	-13,7%	-4,5%	-6,0%	-2,3%	1,2%	5,0%	8,9%	11,0%
Marge nette (%)	-4,9%	-2,8%	-5,2%	-2,8%	0,6%	3,1%	5,8%	7,5%
Taux IS (%)	17,3%	31,8%	22,0%	11,2%	52,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Frais de personnel / CA (%)	-13,9%	-12,6%	-10,7%	-10,2%	-8,6%	-6,5%	-6,0%	-5,5%
CA/effectif (K€)	410	496	504	601	764	-	-	-
var. n/n-1	-37,2%	20,9%	1,6%	19,4%	27,1%	-	-	-
Effectif moyen	373	379	491	480	553	-	-	-
var. n/n-1	37,6%	1,6%	29,6%	-2,2%	15,2%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	128,9	148,0	171,1	164,9	182,4	201,2	248,4	319,4
Dettes financières nettes	13,4	17,4	-5,7	-1,0	-2,3	-20,9	-35,6	-84,2
Autres	0,7	1,5	1,7	0,7	1,4	1,4	1,4	1,4
Capitaux investis	143,0	166,8	167,0	164,7	181,4	181,7	214,2	236,6
Immobilisations nettes	114,2	118,7	153,6	166,5	177,8	186,7	198,7	218,4
dont écarts d'acquisition	95,7	94,4	104,2	115,3	125,1	125,1	125,1	125,1
dont financières	7,0	10,5	15,2	18,2	18,8	18,8	18,8	18,8
BFR	28,9	48,1	13,4	-1,8	3,7	-5,0	15,5	18,2
Actif économique	143,0	166,8	167,0	164,7	181,4	181,7	214,2	236,6
Gearing (%)	10,4%	11,7%	-3,3%	-0,6%	-1,3%	-10,4%	-14,4%	-26,4%
BFR/CA (%)	18,9%	25,6%	5,4%	-0,6%	0,9%	-0,8%	1,9%	1,9%
Dettes financières nettes/EBE (x)	6,8	3,1	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	ns	ns	ns	1,4%	9,4%	19,0%	22,2%
ROACE (%) après IS normé	ns	ns	ns	ns	1,4%	12,0%	26,0%	33,4%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-7,9	3,3	-2,6	9,2	34,6	46,3	79,7	103,5
Variation BFR	-3,1	-17,4	25,9	20,4	-2,8	8,7	-20,5	-2,7
Investissements industriels	-12,1	-13,1	-38,8	-29,6	-29,9	-36,4	-44,4	-52,3
% du CA	7,9%	7,0%	15,7%	10,3%	7,1%	6,0%	5,5%	5,5%
Cash Flow Libre	-23,0	-27,3	-15,6	0,0	1,8	18,5	14,8	48,5
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	1,8	26,7	34,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	1,6	-3,3	4,5	-4,6	-0,4	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	19,7	4,0	-23,1	4,7	-1,4	-18,5	-14,8	-48,5
Dettes financières nettes	13,4	17,4	-5,7	-1,0	-2,3	-20,9	-35,6	-84,2



SES IMAGOTAG

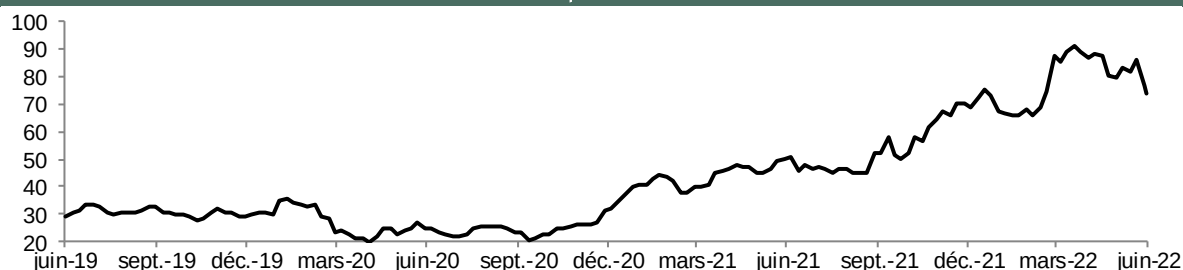
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-1,57	-0,40	-0,81	-0,54	0,16	1,16	2,91	4,37
var. n/n-1	+/-	- -/-	+ /++	- -/-	- /+	+ /++	+ /++	50,4%
CFPA	-0,6	0,2	-0,2	0,6	2,1	2,9	4,9	6,4
ANPA	9,6	10,2	10,9	10,5	11,2	12,4	15,3	19,7
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	ns							

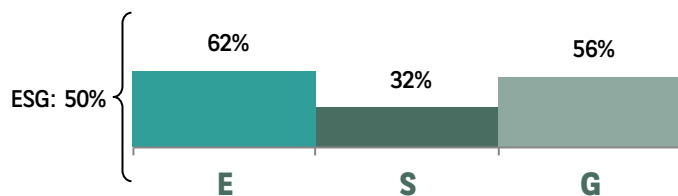
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	25,4	16,9
PCF (x)	ns	ns	ns	ns	23,5	25,9	15,1	11,6
PAN (x)	3,1	2,6	2,6	2,5	4,5	6,0	4,8	3,8
VE/CA (x)	2,7	2,4	1,8	1,4	1,9	1,9	1,4	1,1
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	27,8	23,6	19,9	10,9	7,9
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	15,8	10,3
Free Cash Flow Yield (%)	-5,8%	-7,0%	-3,5%	0,0%	0,2%	1,5%	1,2%	4,0%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	397,9	425,1	447,7	409,7	789,6	1 166,3	1 166,3	1 166,3
Valeur d'Entreprise (VE)	411,2	442,4	442,0	408,7	787,2	1 145,4	1 130,7	1 082,1
Cours de référence (€)	29,7	27,0	28,4	26,0	50,1	74,0	74,0	74,0
Nb de titres (Mio)	13,384	15,758	15,758	15,758	15,761	15,761	15,761	15,761
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	0,0%	-8,0%	0,0%	0,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Date d'introduction	03/02/2006							
Cours d'introduction ajusté	21,0 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22	24
CA T1	39,1	27,4	52,2	50,8	84,1	120,2	-
CA T2	56,3	53,8	70,0	67,5	118,7	-	-
CA S1	95,4	81,2	122,2	118,3	202,8	-	-
ROP S1	0,9	-6,5	-3,1	-9,7	3,7	-	-
RN pdg corrigé S1	0,8	-4,7	-4,1	-9,4	1,1	-	-
Marge opérationnelle S1	1,0%	-8,0%	-2,6%	-8,2%	1,8%	-	-
Marge nette S1	0,8%	-5,7%	-3,4%	-8,0%	0,5%	-	-
CA T3	33,8	41,0	49,3	73,4	87,5	-	-
CA T4	23,8	65,7	75,9	96,9	132,3	-	-
CA S2	57,6	106,7	125,2	170,3	219,8	-	-
ROP S2	-10,0	-1,9	-11,7	3,0	1,2	-	-
RN pdg corrigé S2	3,0	-0,6	-7,5	2,4	1,5	-	-
Marge opérationnelle S2	-17,3%	-1,8%	-9,4%	1,8%	0,6%	-	-
Marge nette S2	5,2%	-0,6%	-6,0%	1,4%	0,7%	-	-

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>							
CA T1	18,8%	-29,9%	90,5%	-2,7%	65,6%	42,9%	-
CA T2	5,8%	-4,4%	30,1%	-3,6%	75,9%	-	-
CA T3	-34,6%	21,3%	20,1%	49,0%	19,2%	-	-
CA T4	-39,1%	+ /++	15,5%	27,7%	36,5%	-	-
CA S1	11,1%	-14,9%	50,5%	-3,2%	71,4%	-	-
CA S2	-36,7%	85,2%	17,3%	36,1%	29,1%	-	-
ROP S1	-79,9%	+/-	- -/-	+ /++	- /+	-	-
ROP S2	+/-	- -/-	+ /++	- /+	-58,2%	-	-

Historique de cours





SES IMAGOTAG

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	KPI instauré en 2022. Seul 5% de l'empreinte carbone serait lié à la gestion et au fonctionnement de l'activité (scope 1 et 2).
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	Eco-conception, recyclage et réutilisation des EEG (conçues dès l'origine pour être réparées et reconditionnées).
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Oui	Oui	Oui	EEG permettent la réduction de consommation papier et du gaspillage alimentaire.
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Oui	Life cycle analysis et empreinte carbone.
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	31%	33%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	58%	54%	27%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	Afep-Medef
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	Le comité des nominations/rémunérations englobe les sujets RSE à partir de 2021.
Nombre de membres composants le conseil d'administration	10	10	10	
dont indépendants	3	3	3	
dont femmes	4	4	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	69%	69%	60%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	12,7	13	12,6	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	Oui	Net Promoter Score (NPS).
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	97%	97%	



Cours : 39,40€ 14 Jun 2022

Objectif : 54,20€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000074122 / SII
Reuters / Bloomberg	SII.PA / SII:FP
Indice	CAC Small
Contrat de prestation analyse	
Eligibilité PEA-PME	Non

Capitalisation (M€)	788,0
Flottant (%)	46,9%
Nbre de Titres (Mio)	20,000
Date de clôture	31-Mar

Actionnariat	
Famille Huve	43,4%
Fidelity	10,1%
Eric Matteucci	8,1%
Employés	1,6%

	20	21e	22e
PER	16,3	12,8	12,4
PCF	7,4	9,1	8,6
VE/CA	0,6	0,9	0,8
VE/ROP	11,0	9,3	8,3
PAN	2,2	3,5	2,8
Rendement	0,5%	0,4%	0,5%
Free Cash Flow Yield	9,0%	6,7%	7,9%
ROACE	21,7%	62,3%	68,5%

CA	654,2	828,9	898,0
CA précédent	654,2	828,9	898,0
var. n/n-1	-3,3%	26,7%	8,3%
EBE	65,5	105,7	110,8
ROC	37,3	79,1	83,4
% CA	5,7%	9,5%	9,3%
ROP	34,7	79,1	83,4
% CA	5,3%	9,5%	9,3%
RN Pdg publié	24,9	59,4	61,1
% CA	3,8%	7,2%	6,8%

BNPA	1,29	3,08	3,17
BNPA précédent	1,29	3,08	3,17
var. n/n-1	-8,3%	138,1%	3,0%
BNPA Cor	1,29	3,08	3,17
ANPA	9,4	11,4	14,0
Dividende net	0,15	0,20	0,25
DFN	-88,4	-128,5	-176,8

Maxence Dhoury, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 12
maxence.dhoury@bnpparibas.com

Un peu de prudence mais beaucoup de confiance

Activité

Fondé en 1979, SII est un acteur du conseil en technologies et des services IT (~50% du CA sur chaque activité). Le groupe est présent en France (46% CA) et à l'international, avec notamment une forte exposition au marché polonais (36%), premier moteur de croissance du groupe ces dernières années. Les principaux secteurs clients sont l'aéronautique/spatial/défense (~21% CA), la banque/assurance (~20%), et les télécoms/médias (~14%). L'énergie a aujourd'hui une contribution plus limitée (~7% CA) mais est vue comme le quatrième secteur stratégique et donc susceptible d'accroître sa contribution au cours des prochaines années.

Marché / Concurrence

Structurellement, le conseil en technologies bénéficie de la hausse des budgets R&D provoquée par les différentes ruptures technologiques au sein de la quasi-intégralité des secteurs clients et d'un recours accru aux prestataires externes (accès rapide et flexible à de la compétence ingénieure très convoitée). La crise sanitaire a toutefois durement frappé le secteur du fait de l'importance des clients aéronautiques et automobiles. Dans ce contexte, l'exposition de SII aux services numériques a été favorable, cette activité étant plus résiliente. La crise sanitaire passée, la normalisation de la demande en provenance de l'auto et de l'aéro semble désormais actée. À titre d'exemple, le marché français du CT a baissé de 12,3% en 2020 avant de rebondir de 5,9% en 2021 et de 6,9% en 2022 selon Numeum.

Stratégie / Perspectives

SII est selon nous particulièrement bien positionné pour profiter du développement du secteur, grâce à 1/ son double positionnement sur les services R&D et IT qui lui permet de diversifier son exposition sectorielle et 2/ son leadership en Pologne, marché particulièrement dynamique et résilient. Ces atouts sont illustrés par la manière dont SII traverse la crise sanitaire. En organique, la décroissance a été contenue en 2020/21 (-1,5%) avant un bond en avant en 2021/22 (+27%) tiré par l'ensemble des pays et permettant d'afficher une rentabilité inédite depuis plus de quinze ans (MOA 9,7% +380bp). Même si elles se limitent au S1 à cause des incertitudes macroéconomiques, les guidances pour le nouvel exercice sont indéniablement positives avec une croissance à deux chiffres du CA et le maintien de la MOP à son niveau élevé, soit entre 9% et 10% contre 9,4% au S1 n-1. Sur l'année, nous attendons un effritement très contenu (-20bp) avec -10bp en France (inflation salariale en bonne partie compensée par des hausses de prix et par l'effet année pleine de la normalisation du taux d'activité) et -50bp à l'international (reprise des dépenses bridées par le covid en Pologne, en partie compensée par des taux d'activité redressés en année pleine en Espagne et en Allemagne).

Valorisation

Le momentum opérationnel ne faiblit pas pour le moment et le groupe a un bon historique même dans les crises. Notre objectif est relevé de 51,7€ à 54,2€ (peers 47,7€, DCF 55,5€ + prime ESG de 5%).

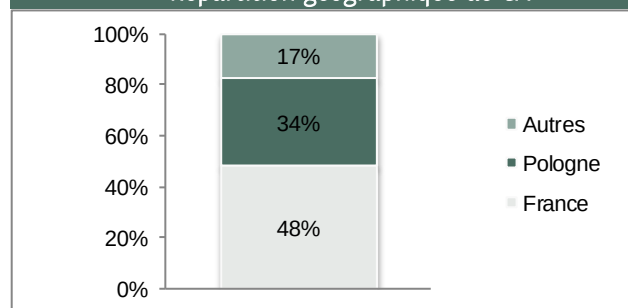
SII

Exploitation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
CA	438,9	560,9	631,3	676,3	654,2	828,9	898,0	941,7
var. n/n-1	21,9%	27,8%	12,6%	7,1%	-3,3%	26,7%	8,3%	4,9%
var. organique	8,5%	8,9%	12,5%	7,3%	-1,5%	27,0%	8,4%	4,9%
EBE	41,2	50,7	56,9	70,2	65,5	105,7	110,8	113,1
ROC	34,3	38,9	46,6	43,1	37,3	79,1	83,4	85,0
var. n/n-1	47,0%	13,3%	19,8%	-7,4%	-13,6%	+/++	5,5%	1,9%
ROP	33,5	38,0	46,3	43,1	34,7	79,1	83,4	85,0
RCAI	32,7	36,1	44,7	41,1	34,4	78,1	80,3	83,0
IS	-10,4	-10,3	-14,1	-14,1	-9,7	-18,7	-19,2	-19,7
RN Pdg publié	22,3	25,8	30,6	27,2	24,9	59,4	61,1	63,2
RN Pdg corrigé	22,3	25,8	30,6	27,2	24,9	59,4	61,1	63,2
var. n/n-1	69,4%	15,7%	18,5%	-11,2%	-8,3%	+/++	3,0%	3,4%
Tmva CA 2018 / 2022e	9,2%							
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	7,6%	6,8%	7,3%	6,4%	5,3%	9,5%	9,3%	9,0%
Marge nette (%)	5,1%	4,6%	4,8%	4,0%	3,8%	7,2%	6,8%	6,7%
Taux IS (%)	31,7%	28,4%	31,7%	34,3%	28,1%	24,0%	23,8%	23,8%
Frais de personnel / CA (%)	65,4%	63,4%	62,1%	61,9%	61,1%	-	-	-
CA/effectif (K€)	74	78	80	81	77	-	-	-
var. n/n-1	7,1%	6,4%	1,6%	1,6%	-4,8%	-	-	-
Effectif moyen	5 949	7 148	7 921	8 356	8 488	-	-	-
var. n/n-1	13,8%	20,2%	10,8%	5,5%	1,6%	-	-	-

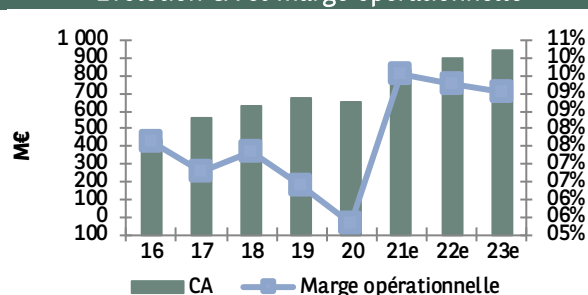
Bilan	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Fonds propres Pdg	122,4	141,8	161,9	173,2	181,4	219,6	270,3	322,8
Dettes financières nettes	-7,1	-7,3	-32,8	-57,2	-88,4	-128,5	-176,8	-227,6
Autres	-42,5	-44,8	-45,2	13,6	9,0	1,5	2,5	3,5
Capitaux investis	73,1	89,8	84,0	129,4	101,5	92,1	95,6	98,3
Immobilisations nettes	20,8	28,3	31,2	90,4	81,9	83,9	86,0	87,8
dont écarts d'acquisition	6,7	6,0	6,4	7,1	5,3	6,9	7,5	8,1
dont financières	5,3	11,3	11,1	11,6	12,7	13,0	13,0	13,0
BFR	57,6	72,9	63,9	50,6	32,2	21,2	22,6	23,6
Actif économique	73,1	89,8	84,0	129,4	101,5	92,1	95,6	98,3
Gearing (%)	-5,8%	-5,2%	-20,2%	-33,1%	-48,8%	-58,7%	-65,5%	-70,6%
BFR/CA (%)	13,1%	13,0%	10,1%	7,5%	4,9%	2,6%	2,5%	2,5%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	18,2%	18,2%	18,9%	15,7%	13,7%	27,0%	22,6%	19,6%
ROACE (%) après IS normé	28,2%	34,0%	37,0%	27,2%	21,7%	62,3%	68,5%	67,3%

Financement	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Cash Flow	32,3	33,0	38,9	51,2	54,9	83,6	88,5	91,3
Variation BFR	-9,5	-21,7	0,5	4,9	6,3	-7,3	-1,4	-1,0
Investissements industriels	-5,8	-7,9	-10,3	-25,3	-24,6	-25,5	-26,9	-27,3
% du CA	1,3%	1,4%	1,6%	3,7%	3,8%	3,1%	3,0%	2,9%
Cash Flow Libre	17,0	3,5	29,2	30,8	36,6	50,8	60,2	63,0
Cessions d'actifs	-	-	-	-	-	-	-	-
Investissements financiers	-19,2	-0,1	-0,1	-1,0	-0,7	-5,6	0,0	0,0
Dividendes	-1,7	-3,0	-2,9	-5,1	-3,5	-5,2	-11,9	-12,2
Augmentation de capital	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0
Autres	-1,0	-0,2	-0,3	-0,5	-1,1	0,3	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	4,9	-0,2	-25,5	-24,4	-31,2	-40,2	-48,3	-50,8
Dettes financières nettes	-7,1	-7,3	-32,8	-57,2	-88,4	-128,5	-176,8	-227,6

Répartition géographique du CA



Evolution CA et marge opérationnelle



SII

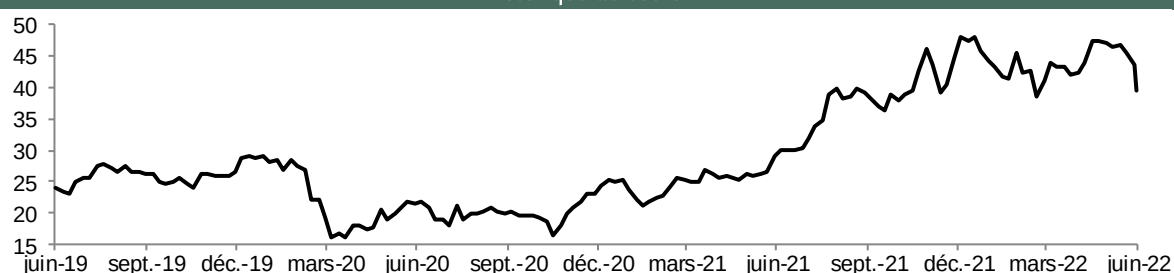
Données par action	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
BNPA	1,19	1,36	1,61	1,41	1,29	3,08	3,17	3,28
var. n/n-1	68,0%	14,4%	18,5%	-12,2%	-8,3%	+ / +	3,0%	3,4%
CFPA	1,7	1,7	2,0	2,7	2,9	4,3	4,6	4,7
ANPA	6,5	7,4	8,5	9,0	9,4	11,4	14,0	16,8
Dividende net (versé en n+1)	0,12	0,15	0,20	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30
Payout (%)	10,1%	11,1%	12,4%	7,1%	11,6%	6,5%	7,9%	9,1%
Tmva BNPA 2018 / 2022e	18,5%							
Tmva CFPA 2018 / 2022e	22,4%							

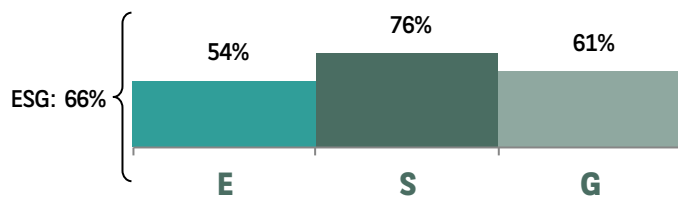
Valorisation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
PER (x)	12,7	16,7	14,8	17,6	16,3	12,8	12,4	12,0
PCF (x)	8,8	13,0	11,6	9,3	7,4	9,1	8,6	8,3
PAN (x)	2,3	3,0	2,8	2,8	2,2	3,5	2,8	2,4
VE/CA (x)	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,9	0,8	0,7
VE/EBE (x)	7,6	9,2	8,3	6,8	5,8	6,9	6,2	5,7
VE/ROP (x)	9,3	12,3	10,2	11,0	11,0	9,3	8,3	7,6
Free Cash Flow Yield (%)	6,0%	0,8%	6,4%	6,4%	9,0%	6,7%	7,9%	8,3%
Rendement (%)	0,6%	0,5%	0,6%	0,8%	0,5%	0,4%	0,5%	0,6%
Capitalisation (M€)	301,4	452,8	476,3	495,9	420,8	788,0	788,0	788,0
Valeur d'Entreprise (VE)	311,8	467,7	473,0	475,7	381,2	732,9	692,1	649,5
Cours de référence (€)	15,1	22,6	23,8	24,8	21,0	39,4	39,4	39,4
Nb de titres (Mio)	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
Nb de titres corrigé (Mio)	18,820	19,042	19,042	19,264	19,264	19,264	19,264	19,264
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	29/10/1999							
Cours d'introduction ajusté	4,7 €							

Données intermédiaires	16	17	18	19	20	21
CA T1	104,2	129,5	147,6	162,6	147,4	187,2
CA T2	101,0	129,7	148,0	163,3	153,8	189,1
CA S1	205,2	259,2	295,7	325,9	301,2	376,3
ROP S1	15,6	17,0	20,4	23,3	11,3	35,2
RN pdg corrigé S1	10,3	10,9	13,6	14,9	7,2	27,9
Marge opérationnelle S1	7,6%	6,6%	6,9%	7,2%	3,7%	9,4%
Marge nette S1	5,0%	4,2%	4,6%	4,6%	2,4%	7,4%
CA T3	109,2	146,0	163,2	173,6	169,4	212,7
CA T4	124,5	155,7	172,5	176,9	183,6	239,9
CA S2	233,6	301,7	335,7	350,4	353,0	452,6
ROP S2	17,9	21,0	26,0	19,8	23,4	43,8
RN pdg corrigé S2	12,1	14,9	17,0	12,3	17,7	31,5
Marge opérationnelle S2	7,6%	7,0%	7,7%	5,7%	6,6%	9,7%
Marge nette S2	5,2%	5,0%	5,1%	3,5%	5,0%	7,0%

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	29,3%	24,3%	13,9%	10,1%	-9,3%	26,9%
CA T2	22,8%	28,3%	14,2%	10,3%	-5,8%	23,0%
CA T3	19,1%	33,7%	11,8%	6,4%	-2,4%	25,5%
CA T4	17,8%	25,1%	10,8%	2,5%	3,8%	30,7%
CA S1	26,0%	26,3%	14,1%	10,2%	-7,6%	24,9%
CA S2	18,4%	29,1%	11,3%	4,4%	0,7%	28,2%
ROP S1	87,3%	8,9%	19,8%	14,6%	-51,7%	+ / +
ROP S2	35,0%	17,6%	23,7%	-23,7%	18,3%	87,1%

Historique de cours





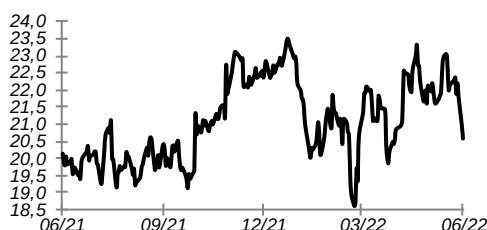
SII

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	SII publie ses émissions par salarié en France et en Espagne mais pas le niveau global
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	26%	27%	28%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	89	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	1,4%	1,6%	1,8%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	31%	58%	48%	Périmètre France
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	23%	22%	15%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Oui	Oui	Oui	Great Place To Work
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	FCPE et rémunération en actions
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	1 507	935	296	Actions d'Eric Matteucci considérées à part depuis 2021
Taux d'absentéisme	2,0%	2,9%	2,9%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	8,0	6,0	3,0	Périmètre France
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	Oui	Middlednext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	3	3	3	
<i>dont indépendants</i>	1	1	1	
<i>dont femmes</i>	1	1	1	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	100%	100%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	52%	51%	45%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	Actions de performance en fonction du RNPG
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	92%	78%	85%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

SPIE
Technologie



Cours : 20,58€ 14 Jun 2022

Objectif : 28,50€

ACHETER (1)
Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0012757854 / SPIE
Reuters / Bloomberg SPIE.PA / SPIE:FP
Indice CAC Mid 60
Éligibilité PEA-PME Non

Capitalisation (M€) **3 352,8**
Flottant (%) 74,4%
Nbre de Titres (Mio) 162,916
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Caisse de Dépôt et Placement du Qi 11,7%
FFP 5,3%
Actionnariat salarié 6,1%
Flottant 74,4%

	21	22e	23e
PER	13,1	10,9	9,7
PCF	9,1	9,2	8,3
VE/CA	0,6	0,5	0,5
VE/ROP	12,3	10,0	8,4
PAN	1,9	1,8	1,7
Rendement	0,0%	2,8%	3,7%
Free Cash Flow Yield	9,5%	9,7%	11,6%
ROACE	6,2%	8,4%	9,4%

	6 970,9	7 745,4	8 026,9
CA	6 970,9	7 745,4	8 026,9
CA précédent	6 970,9	7 745,4	8 026,9
var. n/n-1	5,0%	11,1%	3,6%
EBE	479,5	536,4	581,4
ROC	426,7	481,0	524,0
% CA	6,1%	6,2%	6,5%
ROP	338,0	421,3	469,3
% CA	4,8%	5,4%	5,8%
RN Pdg publié	169,1	260,5	301,8
% CA	2,4%	3,4%	3,8%

	1,05	1,61	1,87
BNPA	1,05	1,61	1,87
BNPA précédent	1,05	1,61	1,87
var. n/n-1	210,4%	54,0%	15,9%
BNPA Cor	1,55	1,88	2,12
ANPA	10,4	11,3	12,3
Dividende net	0,57	0,76	0,86

	890,6	898,8	651,1
DFN	890,6	898,8	651,1

Yann de Peyrelongue, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 39

yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com

Amélioration en courant continu

Activité

Créé en 1900, SPIE est le leader européen des services multi-techniques dans les domaines du génie électrique, mécanique et climatique et des systèmes de communication. Il est également un acteur important des services techniques à destination du secteur pétrole, gaz et énergie nucléaire. Le groupe est présent dans 38 pays à travers 600 sites. Il compte plus de 46 000 collaborateurs et sert 26 000 clients. Ses activités s'articulent autour de quatre métiers : Mechanical & Electrical (36% du CA), Technical Facility Management (24% du CA), Informations & Communications Technology (23% du CA) et Transmission & Distribution (17% du CA). Son modèle d'affaire lui procure une forte récurrence du chiffre d'affaires (c.80%).

Marché / Concurrence

Avec un marché estimé à 220Md€, le marché reste très fragmenté et SPIE détient une part de marché de l'ordre de 3%. Ce marché est constitué d'une multitude de petites sociétés locales et compte comme acteur européen des acteurs tels que Engie, Vinci Énergie, Eiffage Énergie, Dalkia, Mitie... Nous observons une consolidation du marché.

Stratégie / Perspectives

Le modèle de SPIE s'articule autour de la réduction du risque. Premièrement, le groupe s'efforce d'équilibrer son business modèle par géographie et par activité, notamment via acquisitions (bolt-on & stratégiques). Deuxièmement, la diversification clients (>25 000) permet de réduire le risque et de se concentrer sur des contrats rentables : le groupe n'hésite pas à se séparer des activités peu/non rentables (pouvant mener à de la décroissance organique), ce qui fait de lui un best-in class du secteur en matière de marge. Les marchés sur lesquels évolue SPIE présentent une croissance relativement modeste, de l'ordre du PIB local en moyenne. Dans sa logique de renforcement du maillage géographique et par activité, les prochaines acquisitions devraient être dans le segment ICS, plus rentables que la moyenne du groupe.

Pour 2022, le groupe anticipe un CA en croissance organique >3%, une amélioration de la marge d'EBITA (6,1% en 2021). SPIE cible 250M€ de CA acquis via du M&A ciblé. Le levier d'endettement doit rester stable, après la prise en compte des acquisitions ciblées et de WorkspHERE (acquisition aux Pays-Bas).

Valorisation

Notre valorisation provient d'un DCF (27,7€) et des comparables (30,2€). Nous estimons que le changement de profil de croissance et de marges de SPIE se traduira par une réduction de la décote sur son peers nordique Bravida.

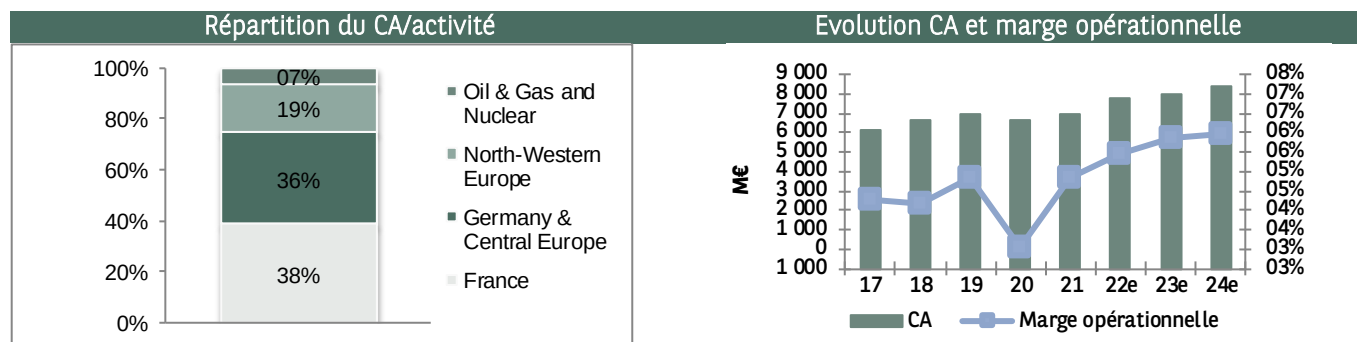
Par ailleurs, nous valorisons la politique d'acquisitions ciblées de SPIE (500M€ de CA potentiellement acquis par an selon nous) à 5€ supplémentaire par action.

SPIE

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	6 126,9	6 671,3	6 927,2	6 642,0	6 970,9	7 745,4	8 026,9	8 381,3
var. n/n-1	24,0%	8,9%	3,8%	-4,1%	5,0%	11,1%	3,6%	4,4%
var. organique	-1,3%	2,6%	1,7%	-5,0%	3,2%	3,3%	3,1%	4,4%
EBE	438,8	452,5	474,7	393,1	479,5	536,4	581,4	613,1
ROC	388,0	400,1	418,6	339,9	426,7	481,0	524,0	556,1
var. n/n-1	13,5%	3,1%	4,6%	-18,8%	25,5%	12,7%	8,9%	6,1%
ROP	263,1	279,1	336,7	201,7	338,0	421,3	469,3	501,4
RCAI	187,8	187,5	266,4	125,2	270,3	354,4	402,3	434,5
IS	-72,3	-25,5	-105,8	-70,7	-99,9	-93,9	-100,6	-108,6
RN Pdg publié	110,4	91,4	150,5	53,4	169,1	260,5	301,8	325,9
RN Pdg corrigé	212,4	218,0	236,0	184,0	250,0	304,1	342,6	366,7
var. n/n-1	7,3%	2,7%	8,2%	-22,1%	35,9%	21,7%	12,6%	7,0%
Tmva CA 2019 / 2023e	3,8%							
Marge brute (%)	86,9%	86,6%	87,1%	88,3%	88,5%	87,1%	87,1%	87,1%
Marge opérationnelle (%)	4,3%	4,2%	4,9%	3,0%	4,8%	5,4%	5,8%	6,0%
Marge nette (%)	3,5%	3,3%	3,4%	2,8%	3,6%	3,9%	4,3%	4,4%
Taux IS (%)	38,5%	13,6%	39,7%	56,5%	37,0%	26,5%	25,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	36,3%	35,5%	36,1%	37,3%	36,6%	36,6%	36,6%	36,6%
CA/effectif (K€)	131	144	146	145	152	-	-	-
var. n/n-1	2,9%	10,1%	1,4%	-0,8%	5,0%	-	-	-
Effectif moyen	46 852	46 333	47 446	45 851	45 842	-	-	-
var. n/n-1	20,5%	-1,1%	2,4%	-3,4%	0,0%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	1 439,4	1 473,6	1 450,0	1 530,5	1 677,8	1 816,6	1 981,3	2 160,5
Dettes financières nettes	1 524,1	1 344,4	1 259,1	940,6	890,6	898,8	651,1	381,0
Autres	930,5	911,2	1 075,0	1 084,0	1 054,1	1 054,1	1 054,1	1 054,1
Capitaux investis	3 897,0	3 731,6	3 787,6	3 558,6	3 627,4	3 774,4	3 691,4	3 600,6
Immobilisations nettes	4 634,1	4 659,2	4 763,8	4 665,4	4 760,1	4 922,9	4 881,6	4 843,4
dont écarts d'acquisition	3 016,0	3 102,7	3 211,9	3 201,0	3 313,7	3 313,7	3 313,7	3 313,7
dont financières	362,1	354,1	379,4	338,2	305,4	305,4	305,4	305,4
BFR	-737,1	-927,6	-976,2	-1 106,8	-1 132,7	-1 148,5	-1 190,2	-1 242,8
Actif économique	3 897,0	3 731,6	3 787,6	3 558,6	3 627,4	3 774,4	3 691,4	3 600,6
Gearing (%)	105,7%	91,1%	86,6%	61,3%	52,9%	49,3%	32,8%	17,6%
BFR/CA (%)	-12,0%	-13,9%	-14,1%	-16,7%	-16,2%	-14,8%	-14,8%	-14,8%
Dettes financières nettes/EBE (x)	3,5	3,0	2,7	2,4	1,9	1,7	1,1	0,6
ROE (%)	7,7%	6,2%	10,4%	3,5%	10,1%	14,3%	15,2%	15,1%
ROACE (%) après IS normé	5,9%	7,3%	5,6%	3,3%	6,2%	8,4%	9,4%	10,3%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	316,9	222,2	420,6	277,7	359,4	360,9	399,2	422,8
Variation BFR	-19,5	143,3	11,4	139,6	12,4	15,8	41,7	52,5
Investissements industriels	-36,1	-47,5	-31,4	-57,9	-62,1	-54,2	-56,2	-58,7
% du CA	0,6%	0,7%	0,5%	0,9%	0,9%	0,7%	0,7%	0,7%
Cash Flow Libre	261,3	318,1	400,6	359,4	309,7	322,4	384,7	416,7
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-185,6	32,0	-90,7	-21,9	-147,4	-209,0	0,0	0,0
Dividendes	-106,7	-89,1	-90,8	-0,4	-92,1	-121,6	-137,0	-146,7
Augmentation de capital	0,0	20,4	22,9	24,9	33,5	0,0	0,0	0,0
Autres	-599,6	-101,6	-156,7	-43,5	-53,7	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	630,6	-179,8	-85,3	-318,5	-50,0	8,2	-247,7	-270,0
Dettes financières nettes	1 524,1	1 344,4	1 259,1	940,6	890,6	898,8	651,1	381,0



SPIE

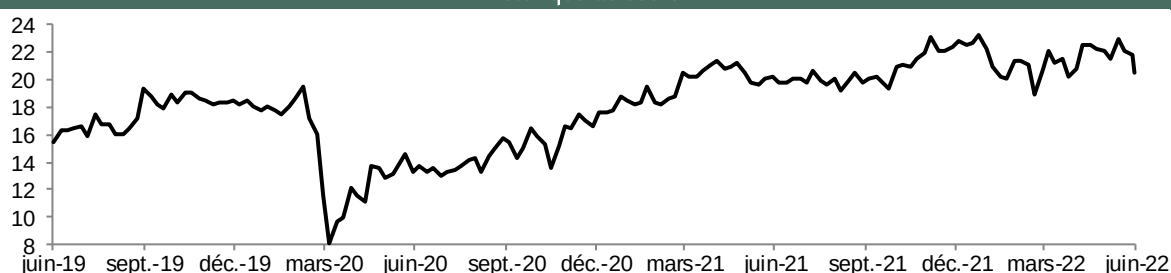
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,71	0,59	0,95	0,34	1,05	1,61	1,87	2,02
var. n/n-1	6,8%	2,2%	6,8%	-22,2%	33,3%	21,7%	12,6%	7,0%
CFPA	2,0	1,4	2,7	1,8	2,2	2,2	2,5	2,6
ANPA	9,3	9,4	9,2	9,7	10,4	11,3	12,3	13,4
Dividende net (versé en n+1)	0,56	0,58	0,61	0,00	0,57	0,76	0,86	0,92
Payout (%)	40,9%	41,5%	40,8%	0,2%	37,1%	40,3%	40,3%	40,3%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	9,2%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	-1,8%							

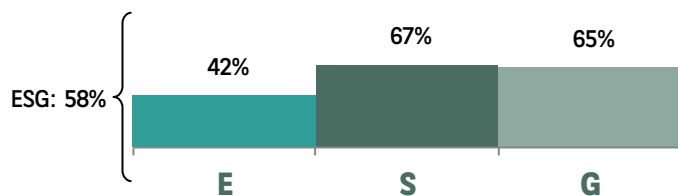
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	17,0	12,0	11,0	12,8	13,1	10,9	9,7	9,1
PCF (x)	11,4	11,8	6,2	8,5	9,1	9,2	8,3	7,9
PAN (x)	2,5	1,8	1,8	1,5	1,9	1,8	1,7	1,5
VE/CA (x)	0,8	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4
VE/EBE (x)	11,7	8,8	8,1	8,4	8,6	7,8	6,8	6,0
VE/ROP (x)	19,4	14,2	11,4	16,3	12,3	10,0	8,4	7,3
Free Cash Flow Yield (%)	7,2%	12,1%	15,4%	15,3%	9,5%	9,7%	11,6%	12,5%
Rendement (%)	2,3%	3,3%	3,5%	4,1%	0,0%	2,8%	3,7%	4,2%
Capitalisation (M€)	3 586,9	2 617,2	2 589,3	2 343,1	3 246,4	3 298,1	3 298,1	3 298,1
Valeur d'Entreprise (VE)	5 114,0	3 964,1	3 851,9	3 287,2	4 141,9	4 201,7	3 954,0	3 684,0
Cours de référence (€)	23,3	16,8	16,4	14,8	20,3	20,6	20,6	20,6
Nb de titres (Mio)	154,076	155,548	157,548	157,812	160,257	160,257	160,257	160,257
Nb de titres corrigé (Mio)	155,174	155,948	158,022	158,336	161,418	161,418	161,418	161,418
% de la dilution	0,7%	0,3%	0,3%	0,3%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Date d'introduction	10/06/2015							
Cours d'introduction ajusté	16,5 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	1 192,6	1 492,0	1 555,7	1 597,3	1 610,8	1 791,6
CA T2	1 505,3	1 617,0	1 668,1	1 424,3	1 685,8	
CA S1	2 697,9	3 109,0	3 223,8	3 021,6	3 296,6	
ROP S1	115,3	87,2	123,5	7,4	127,4	
RN pdg corrigé S1	78,5	73,5	82,0	40,6	85,1	
Marge opérationnelle S1	4,3%	2,8%	3,8%	0,2%	3,9%	
Marge nette S1	2,9%	2,4%	2,5%	1,3%	2,6%	
CA T3	1 600,8	1 662,0	1 758,1	1 715,6	1 734,8	
CA T4	1 828,2	1 900,3	1 945,3	1 904,8	1 939,5	
CA S2	3 429,0	3 562,3	3 703,4	3 620,4	3 674,3	
ROP S2	142,8	191,9	213,2	194,3	210,6	
RN pdg corrigé S2	133,9	144,6	154,0	142,7	164,9	
Marge opérationnelle S2	4,2%	5,4%	5,8%	5,4%	5,7%	
Marge nette S2	3,9%	4,1%	4,2%	3,9%	4,5%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	0,0%	25,1%	4,3%	2,7%	0,8%	11,2%
CA T2	21,5%	7,4%	3,2%	-14,6%	18,4%	
CA T3	26,6%	3,8%	5,8%	-2,4%	1,1%	
CA T4	46,8%	3,9%	2,4%	-2,1%	1,8%	
CA S1	10,9%	15,2%	3,7%	-6,3%	9,1%	
CA S2	36,6%	3,9%	4,0%	-2,2%	1,5%	
ROP S1	-6,0%	-24,4%	41,6%	-94,0%	+ / ++	
ROP S2	-16,6%	34,3%	11,1%	-8,9%	8,4%	

Historique de cours





SPIE

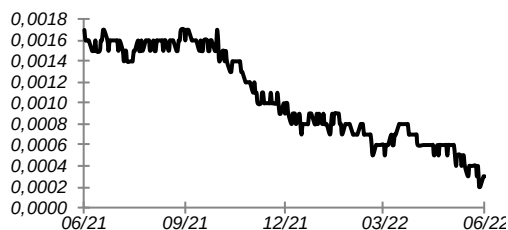
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	19,2	17,8	18,6	Objectif 2025 : -25% d'émission vs 2019
Politique de compensation des émissions CO2	non	non	non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	non	non	non	70% du CA 2020 limite le changement climatique
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	non	non	non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	non	non	non	
Certification 14001	oui	oui	oui	77% du périmètre de SPIE
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	13%	13%	14%	
Index égalité salariale femmes / hommes	84	89	89	Périmètre France
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	oui	oui	oui	
Part des personnes en situation de handicap	4,8%	ND	ND	Périmètre France
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	44%	49%	54%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	12%	11%	12%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	non	non	non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	oui	oui	oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	oui	oui	oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	8 339 694	9 782 411	10 957 203	
Taux d'absentéisme	5,4%	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	10,2	9,5	8,6	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	non	non	non	Afep-Medef, sauf les articles 13 et 22
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	non	non	non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	10	11	11	
<i>dont indépendants</i>	6	6	6	Dont FFP Invest (5,4% du capital)
<i>dont femmes</i>	5	6	6	
Administrateur représentant les salariés au CA	oui	oui	oui	
Assiduité des membres du CA	91%	90%	99%	
Comité d'audit	oui	oui	oui	
Comité des risques	non	non	non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	non	non	non	
Comité RSE	oui	oui	oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	oui	oui	oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	12%	12%	9,4%	Peugeot Invest
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	oui	oui	oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	oui	oui	oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	oui	oui	oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	37,6	45,2	46,5	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	oui	oui	oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	oui	oui	oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	95%	97%	97%	EY et PwC



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

SPINEWAY

Medtech



Cours : 0,00€

14 Juin 2022

Objectif : 0,01€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique FR0011398874 / ALSPW
Reuters / Bloomberg ALSPW.PA / ALSPW FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **4,9**
Flottant (%) 99,5%
Nbre de Titres (Mio) 16 246,409
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Stéphane LE ROUX 0,3%
Tinavi Medical Technologies 0,2%
SpineWay 0,0%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	0,7
PCF	ns	ns	0,5
VE/CA	2,8	1,4	1,3
VE/ROP	ns	ns	5,6
PAN	ns	ns	ns
Rendement	200,5%	1511,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	0,0%	0,0%	0,0%
ROACE	-	-	-

CA	4,3	8,4	9,1
var. n/n-1	27,0%	96,8%	8,0%
EBE	-0,5	0,2	2,1
ROC	-1,4	-2,2	2,0
% CA	-32,9%	-26,1%	22,4%
ROP	-1,4	-2,2	2,0
% CA	-32,9%	-26,1%	22,4%
RN Pdg publié	-1,6	-2,2	2,0
% CA	-36,9%	-26,1%	22,4%

BNPA	0,00	0,00	0,00
var. n/n-1	ns	ns	ns
BNPA Cor	0,00	0,00	0,00
ANPA	0,0	0,0	0,0
Dividende net	0,00	0,00	0,00
DFN	-11,5	-6,0	-6,5

Mohamed Kaabouni, Analyste Financier
+33 (0)2 40 44 94 10
mohamed.kaabouni@bnpparibas.com

Doucement mais sûrement

Activité

La société développe une gamme complète de produits propres centrés sur les problématiques de la colonne vertébrale et notamment les pathologies dégénératives (i.e. liées au vieillissement), les traumatismes et la scoliose sous toutes ses formes (infantiles, adultes, dégénératives, etc.). SpineWay s'attaque désormais aux pratiques minimalement invasives au travers d'une nouvelle gamme de produits développés avec des chirurgiens. Cette nouvelle gamme se destine particulièrement aux procédures de décompression ou de fusion de vertèbres.

Marché / Concurrence

Le marché mondial de la chirurgie spinale était de 8,8Md€ en 2016 et devrait atteindre d'ici 2025 14,4Md€. Une telle croissance s'explique par le vieillissement de la population dans les pays développés entraînant des problèmes dégénératifs osseux (60% des causes de maladie du rachis) mais également une montée en puissance de l'obésité, du diabète et de l'hypertension, pouvant entraîner des déformations de la colonne. La chirurgie minimalement invasive appliquée au rachis est majoritairement tirée par les USA. Ce marché était estimé à 3,9Md€ en 2019, porté par le vieillissement de la population mais aussi par la demande croissante de pratiques chirurgicales de meilleure qualité.

Stratégie / Perspectives

En 2021, l'augmentation du CA (4,3 M€ ; +27%) ainsi qu'une bonne gestion des charges d'exploitation (4,3M€ +7%) font ressortir un ROP en amélioration de 0,5M€ à -1,4M€. Par ailleurs, SpineWay enregistre une trésorerie de 13,9M€ au 31/12 vs 4,9M€ en n-1 renforcée par une AK réservée à son partenaire financier d'un montant de 13,2M€ début 2021. À ce stade, la société a pu tirer 18,6 M€ de la ligne de financement auprès de Negma et il lui reste 15,5M€ à tirer à l'avenir. La pandémie de Covid-19 a encore pesé sur l'activité du groupe en 2021, l'évolution des ventes entre les différentes zones géographiques est restée très influencée par les différents niveaux de gravité de la crise sanitaire. Toutefois, les ventes se réorientent dans la bonne direction alors que les charges opérationnelles sont contenues, de quoi faire preuve d'optimisme pour l'activité dans les prochaines années. Par ailleurs, grâce au soutien de son partenaire financier, Negma, SpineWay a été en mesure d'acquérir une société française, Distimp, afin de créer des synergies commerciales en Europe. Le pari semble bien orienté puisque les ventes du groupe sur le continent européen ont progressé de 38% à 1M€ en 2021. La reprise qui se dessine est toutefois largement menée par le plus gros marché historique du groupe, à savoir l'Amérique latine (CA : 2M€ ; +33%). Plus encore, cette reprise est confirmée par des résultats du T1 2022 qui font état d'une progression de 55% du CA vs T1 2021 à 1,3M€ avec l'Amérique latine en hausse de 31,1% à 0,6M€ et l'Europe qui double son CA T1 à 0,4M€. La pandémie s'efface donc du paysage du groupe pour laisser place à une reprise progressive mais soutenue par une stratégie de croissance externe gagnante, pour le moment. Fort d'une trésorerie confortable (13,9M€ au 31/12/2021), le groupe entend poursuivre sa stratégie de croissance externe pour créer davantage de synergies commerciales.

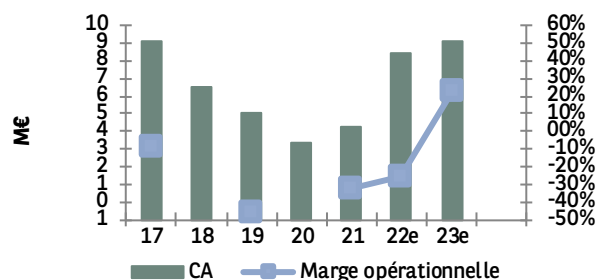
Valorisation

Notre valorisation repose sur un modèle DCF prenant en compte l'ensemble de la gamme de produits commercialisés.

SPINEWAY

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	-
CA	9,1	6,5	5,0	3,4	4,3	8,4	9,1	-
var. n/n-1	96,8%	-28,7%	-23,0%	-32,7%	27,0%	96,8%	8,0%	-
var. organique	96,8%	-28,7%	-23,0%	-32,7%	27,0%	96,8%	8,0%	-
EBE	0,1	-2,1	-0,1	-0,6	-0,5	0,2	2,1	-
ROC	-0,8	-3,9	-2,3	-1,9	-1,4	-2,2	2,0	-
var. n/n-1	- -/-	+ /++	- -/-	- -/-	- -/-	- /--	- /+	-
ROP	-0,8	-3,9	-2,3	-1,9	-1,4	-2,2	2,0	-
RCAI	-1,0	-3,7	-2,5	-14,2	-1,2	-2,2	2,0	-
IS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
RN Pdg publié	-1,0	-4,1	-2,9	-14,1	-1,6	-2,2	2,0	-
RN Pdg corrigé	-1,0	-4,1	-2,9	-14,1	-1,6	-2,2	2,0	-
var. n/n-1	- -/-	+ /++	- -/-	+ /++	- -/-	- /--	- /+	-
Tmva CA 2019 / 2023e	16,1%							-
Marge brute (%)	67,3%	64,5%	76,6%	62,7%	67,4%	70,1%	78,0%	-
Marge opérationnelle (%)	-9,2%	ns	-46,3%	ns	-32,9%	-26,1%	22,4%	-
Marge nette (%)	-10,6%	ns	ns	ns	-36,9%	-26,1%	22,4%	-
Taux IS (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-
Frais de personnel / CA (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
CA/effectif (K€)	-	-	-	-	-	-	-	-
var. n/n-1	-	-	-	-	-	-	-	-
Effectif moyen	-	-	-	-	-	-	-	-
var. n/n-1	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	-
Fonds propres Pdg	1,8	0,9	-0,5	-4,0	-0,1	-2,3	-0,3	-
Dettes financières nettes	3,1	4,1	2,0	-2,0	-11,5	-6,0	-6,5	-
Autres	0,0	-0,1	-4,5	-4,5	-4,3	-5,7	-7,2	-
Capitaux investis	4,9	4,9	4,0	3,6	5,1	6,9	7,0	-
Immobilisations nettes	1,4	1,4	5,8	6,3	6,9	6,9	6,9	-
dont écarts d'acquisition	-	-	-	-	-	-	-	-
dont financières	0,1	0,1	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	-
BFR	3,6	3,6	2,7	1,7	2,7	4,5	4,6	-
Actif économique	4,9	4,9	4,0	3,6	5,1	6,9	7,0	-
Gearing (%)	173,7%	433,0%	31,4%	-19,7%	-55,0%	-32,2%	-31,2%	-
BFR/CA (%)	39,2%	54,5%	53,5%	51,3%	62,2%	53,2%	50,6%	-
Dettes financières nettes/EBE (x)	21,0	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	ns	ns	ns	ns	94,8%	ns	-
ROACE (%) après IS normé	-	-	-	-	-	-	-	-
Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	-
Cash Flow	-0,9	-3,4	-1,2	-0,4	-1,8	-3,2	2,8	-
Variation BFR	-0,7	0,0	0,9	1,0	-0,1	-1,8	-0,1	-
Investissements industriels	-1,0	-1,0	-5,2	-1,0	-1,1	-2,3	-2,4	-
% du CA	11,1%	15,7%	103,9%	29,0%	25,3%	27,2%	26,2%	-
Cash Flow Libre	-	-	-	-	-	-	-	-
Cessions d'actifs	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Investissements financiers	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Dividendes	0,0	0,0	7,0	14,0	21,0	0,0	0,0	-
Augmentation de capital	1,6	3,0	10,5	3,4	13,2	0,0	0,0	-
Autres	-1,6	-4,1	-15,4	-13,4	-24,7	-5,5	0,5	-
Variation dettes financières nettes	0,1	1,0	-2,1	-4,0	-9,5	5,5	-0,5	-
Dettes financières nettes	3,1	4,1	2,0	-2,0	-11,5	-6,0	-6,5	-

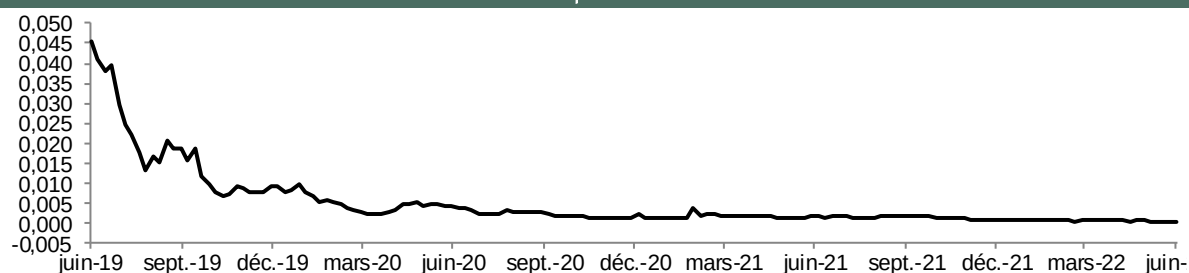
Evolution CA et marge opérationnelle



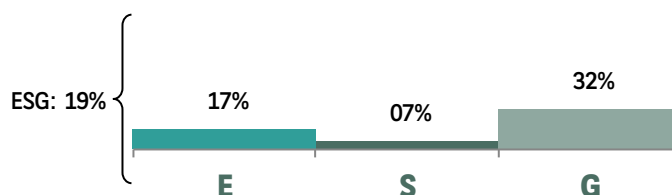
SPINEWAY

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	-
BNPA	-0,22	-0,24	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	-
var. n/n-1	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-	- -/-	-
CFPA	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
ANPA	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	-
Payout (%)	0,0%	0,0%	-243,3%	-99,2%	-1325,4%	0,0%	0,0%	-
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	ns							
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	-
PER (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	0,7	-
PCF (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	0,5	-
PAN (x)	8,6	ns	ns	ns	ns	ns	ns	-
VE/CA (x)	2,0	5,3	6,4	6,8	2,8	1,4	1,3	-
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	5,3	-
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	5,6	-
Free Cash Flow Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	509,8%	200,5%	1511,0%	0,0%	-
Capitalisation (M€)	15,2	30,5	27,6	15,4	7,0	1,4	1,4	-
Valeur d'Entreprise (VE)	18,2	34,5	32,1	22,9	12,0	11,9	11,4	-
Cours de référence (€)	3,5	1,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Nb de titres (Mio)	4,299	17,244	413,238	4 632,759	4 632,759	4 632,759	4 632,759	-
Nb de titres corrigé (Mio)	4,299	17,244	413,238	4 632,759	4 632,759	4 632,759	4 632,759	-
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-
Date d'introduction	13/02/2013							
Cours d'introduction ajusté	-							

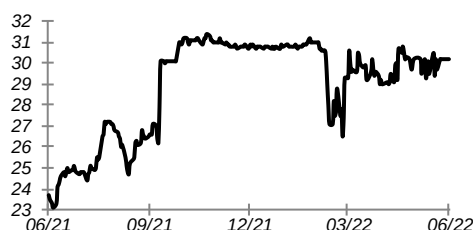
Historique de cours



SPINEWAY



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	NA	NA	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	ND	ND	ND	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	ND	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	ND	
Certification 14001	ND	ND	ND	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	ND	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	ND	ND	ND	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	ND	
Encouragement de l'actionnariat salarié	ND	ND	ND	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	ND	ND	ND	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	4	4	ND	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	0,5	0,5	ND	
<i>dont indépendants</i>	0,25	0,25	ND	
<i>dont femmes</i>	ND	ND	ND	
Administrateur représentant les salariés au CA	ND	ND	ND	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Oui	Oui	ND	
Comité des risques	Non	Non	ND	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	ND	
Comité RSE	ND	ND	ND	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	0,079	0,22	ND	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	ND	ND	ND	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Non	Non	ND	
Déclaration de la rémunération du CEO	Non	Non	ND	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	NA	NA	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



Cours : 30,20€ 14 Juin 2022

Objectif : 35,30€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0011289040 / SQI
Reuters / Bloomberg	SQLI.PA / SQI FP
Indice	CAC Small
Contrat de prestation analyse	
Eligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	139,3
Flottant (%)	29,5%
Nbre de Titres (Mio)	4,614
Date de clôture	31-Déc

Actionnariat	
DBAY	66,6%
Otus Capital	9,0%
Salariés et board	3,9%
Public	20,4%

	21	22e	23e
PER	21,9	24,0	11,5
PCF	6,4	6,9	5,3
VE/CA	0,6	0,5	0,5
VE/ROP	11,4	9,0	7,1
PAN	1,1	1,1	1,0
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	8,5%	5,5%	11,9%
ROACE	5,7%	8,1%	9,5%

CA	225,4	237,6	248,9
CA précédent	221,8	234,4	244,3
var. n/n-1	5,5%	5,4%	4,7%
EBE	24,8	28,0	29,9
ROC	13,1	16,1	17,9
% CA	5,8%	6,8%	7,2%
ROP	11,7	14,1	15,9
% CA	5,2%	5,9%	6,4%
RN Pdg publié	5,3	4,8	10,0
% CA	2,4%	2,0%	4,0%

BNPA	1,16	1,26	2,62
BNPA précédent	1,58	2,28	2,61
var. n/n-1	2961,8%	9,0%	107,7%
BNPA Cor	1,16	1,26	2,62
ANPA	22,0	27,7	30,3
Dividende net	0,00	0,00	0,00

DFN	16,4	11,0	-2,7

Maxence Dhoury, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 12
maxence.dhoury@bnpparibas.com

Un nouveau chapitre

Activité

SQLI est une société de services numériques présente en France (53% CA 2021) mais aussi en Europe (Belux, Suisse, Royaume-Uni, Allemagne, Scandinavie, Espagne). Elle possède des bases en Afrique du Sud et au Maroc. Son offre combine un savoir-faire en systèmes d'information et en marketing/e-commerce. SQLI est notamment leader sur l'intégration de plateformes e-commerce comme Hybris et Magento. Le portefeuille clients est essentiellement composé de grands comptes, notamment des grandes marques. L'effectif du groupe est actuellement d'environ 2 050 personnes.

Marché / Concurrence

Structurellement porteur du fait du vaste mouvement de transformation numérique des organisations, le secteur a temporairement souffert de la crise sanitaire, notamment du fait du poids important dans la demande d'acteurs dont la rentabilité a été attaquée (aéronautique, tourisme, banques...). Le marché français des ESN a ainsi baissé de 4,2% en 2020 selon Numeum, soit la première contraction depuis 2013, mais a depuis nettement rebondi (2021 +4,4%). La crise a en effet eu un rôle d'accélérateur de la numérisation (développement du télétravail, digitalisation de la relation clients, etc.). Notons d'ailleurs que la thématique du e-commerce, sur laquelle SQLI est bien positionné, ressort renforcée de cette crise. Cela a plus que jamais remis au centre du jeu la question du recrutement et de la rétention des talents.

Stratégie / Perspectives

SQLI est doté d'un nouvel actionnaire de référence depuis 2019 et mené depuis 2020 par un nouveau tandem CEO/CFO dont les deux priorités sont 1/ le maintien des belles performances à l'international, de façon plus intégrée au groupe et 2/ le redressement de la dynamique commerciale et de la rentabilité de la France. L'exercice 2021 a été à ce titre très encourageant. La guidance d'amélioration de 2 pts de la MOC est comme attendu surperformée (+240bp) pour atteindre 5,8%. Si ce niveau est encore assez éloigné du normatif (proche de 8% selon nous), soulignons qu'il s'agit tout de même de la meilleure marge depuis 2016. SQLI a par ailleurs procédé début 2022 à un refinancement d'envergure avec entre autres une obligation in fine sur 7 ans pour 28M€. Si cette opération est relativement coûteuse (~5M€ comptabilisés au S1 2022 en comptant également des frais liés à l'OPA du début d'année avec laquelle DBAY s'est renforcé), elle fournit une force de frappe d'environ 50M€. Après la traversée de la crise sanitaire en 2020 et une étape significative franchie en 2021 dans le redressement des résultats, la voie semble maintenant ouverte pour reprendre le M&A.

Valorisation

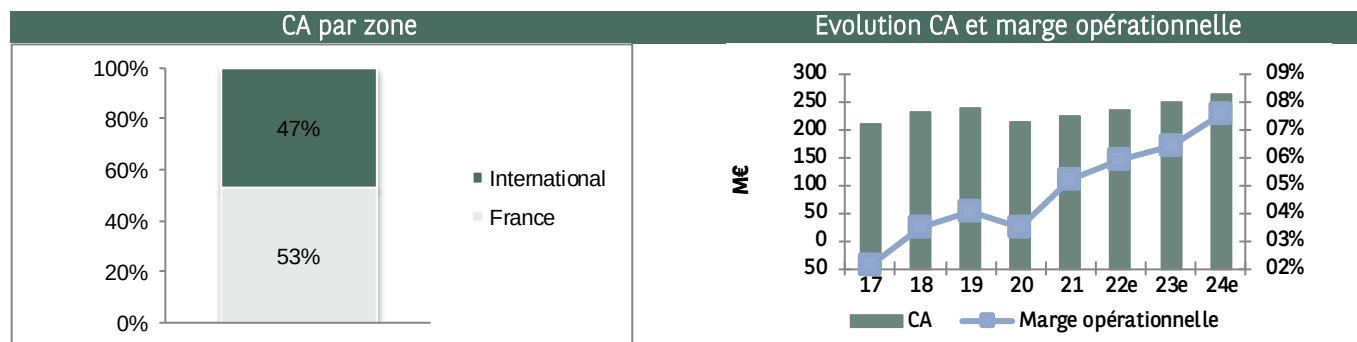
Le titre est désormais peu liquide mais les minoritaires restants peuvent s'associer à la création de valeur attendue, à la suite d'un exercice 2021 encourageant et avec des moyens renforcés pour déployer la stratégie. Après actualisation, notre objectif est porté de 31,2€ à 35,3€ (peers 32,5€, DCF 34,8€ + prime ESG de 5%).

SQLI

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	212,0	232,0	238,7	213,7	225,4	237,6	248,9	263,8
var. n/n-1	11,0%	9,4%	2,9%	-10,5%	5,5%	5,4%	4,7%	6,0%
var. organique	4,5%	2,0%	2,5%	-13,1%	4,9%	5,4%	4,7%	6,0%
EBE	13,2	21,3	23,7	18,6	24,8	28,0	29,9	34,1
ROC	10,9	12,2	13,2	7,1	13,1	16,1	17,9	22,0
var. n/n-1	-22,1%	12,0%	8,4%	-45,9%	83,2%	22,8%	11,3%	22,8%
ROP	4,5	8,0	9,7	7,5	11,7	14,1	15,9	20,0
RCAI	3,2	5,1	8,0	5,0	9,0	7,1	14,1	18,2
IS	-1,2	-2,0	-3,3	-4,8	-3,7	-2,3	-4,1	-5,2
RN Pdg publié	2,0	3,1	4,7	0,2	5,3	4,8	10,0	13,0
RN Pdg corrigé	2,0	5,6	4,7	0,2	5,3	4,8	10,0	13,0
var. n/n-1	-68,2%	+/++	-16,2%	-96,3%	+/++	-9,3%	+/++	30,0%
Tmva CA 2019 / 2023e	1,0%							
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	2,1%	3,5%	4,1%	3,5%	5,2%	5,9%	6,4%	7,6%
Marge nette (%)	0,9%	2,4%	2,0%	0,1%	2,4%	2,0%	4,0%	4,9%
Taux IS (%)	37,4%	39,7%	41,5%	96,6%	41,3%	32,2%	29,3%	28,7%
Frais de personnel / CA (%)	63,1%	60,0%	59,6%	61,8%	56,4%	55,5%	55,4%	54,6%
CA/effectif (K€)	98	105	107	98	109	-	-	-
var. n/n-1	-0,1%	6,9%	2,7%	-8,8%	11,7%	-	-	-
Effectif moyen	2 167	2 218	2 222	2 181	2 059	-	-	-
var. n/n-1	11,2%	2,4%	0,2%	-1,8%	-5,6%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	78,5	86,2	94,7	94,3	100,9	105,7	115,7	128,7
Dettes financières nettes	25,6	12,8	14,6	15,7	16,4	11,0	-2,7	-16,5
Autres	6,7	39,8	33,5	25,6	18,9	17,9	17,9	17,9
Capitaux investis	110,8	138,9	142,8	135,6	136,2	134,6	130,9	130,1
Immobilisations nettes	108,8	150,5	147,9	138,3	130,3	130,1	128,7	127,1
dont écarts d'acquisition	86,1	85,8	85,8	90,7	89,2	89,2	89,2	89,2
dont financières	13,1	15,3	15,5	10,2	9,6	10,6	10,6	10,6
BFR	15,1	3,7	10,4	7,5	15,6	15,2	12,8	13,5
Actif économique	110,8	138,9	142,8	135,6	136,2	134,6	130,9	130,1
Gearing (%)	32,5%	14,8%	15,4%	16,6%	16,3%	10,4%	-2,3%	-12,8%
BFR/CA (%)	7,1%	1,6%	4,4%	3,5%	6,9%	6,4%	5,1%	5,1%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,9	0,6	0,6	0,8	0,7	0,4	ns	ns
ROE (%)	2,5%	3,6%	4,9%	0,2%	5,2%	4,5%	8,6%	10,1%
ROACE (%) après IS normé	7,4%	5,9%	5,5%	0,2%	5,7%	8,1%	9,5%	12,0%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	5,3	13,6	14,7	8,6	18,1	16,7	21,9	25,1
Variation BFR	1,5	5,9	-10,5	14,0	3,7	0,4	2,4	-0,8
Investissements industriels	-3,6	-11,7	-11,9	-11,5	-12,0	-10,7	-10,6	-10,6
% du CA	1,7%	5,1%	5,0%	5,4%	5,3%	4,5%	4,3%	4,0%
Cash Flow Libre	3,1	7,8	-7,7	11,0	9,9	6,4	13,7	13,8
Cessions d'actifs	0,2	0,4	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-21,5	-1,9	-3,5	-8,4	-3,4	-1,0	0,0	0,0
Dividendes	-3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	1,8	5,3	3,6	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Autres	-0,5	1,2	5,6	-3,7	-7,4	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	20,3	-12,8	1,8	1,1	0,7	-5,4	-13,7	-13,8
Dettes financières nettes	25,6	12,8	14,6	15,7	16,4	11,0	-2,7	-16,5



SQI

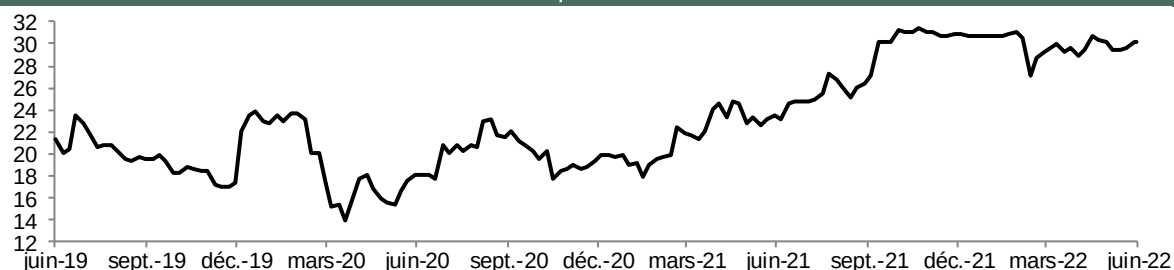
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,44	0,68	1,02	0,04	1,16	1,26	2,62	3,40
var. n/n-1	-68,2%	+ / ++	-18,1%	-96,3%	+ / ++	9,0%	+ / ++	30,0%
CFPA	1,2	3,0	3,2	1,9	4,0	4,4	5,7	6,6
ANPA	17,5	19,2	20,7	20,6	22,0	27,7	30,3	33,7
Dividende net (versé en n+1)	0,89	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	202,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	26,6%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	15,8%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	23,5	19,9	ns	21,9	24,0	11,5	8,9
PCF (x)	ns	9,6	6,3	10,5	6,4	6,9	5,3	4,6
PAN (x)	2,3	1,5	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0	0,9
VE/CA (x)	0,9	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4
VE/EBE (x)	13,8	5,9	4,9	6,0	5,4	4,5	3,8	2,9
VE/ROP (x)	ns	15,6	12,0	14,9	11,4	9,0	7,1	5,0
Free Cash Flow Yield (%)	1,7%	5,9%	-8,3%	12,3%	8,5%	5,5%	11,9%	12,0%
Rendement (%)	1,4%	3,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	156,8	112,2	93,6	90,4	116,7	116,1	116,1	116,1
Valeur d'Entreprise (VE)	182,4	125,0	116,1	111,3	133,1	127,1	113,3	99,6
Cours de référence (€)	40,8	29,2	20,3	19,6	25,3	30,2	30,2	30,2
Nb de titres (Mio)	3,843	3,843	4,614	4,614	4,614	3,843	3,843	3,843
Nb de titres corrigé (Mio)	4,482	4,482	4,586	4,586	4,586	3,815	3,815	3,815
% de la dilution	17,0%	17,0%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Date d'introduction	24/07/2000							
Cours d'introduction ajusté	7,6 €							

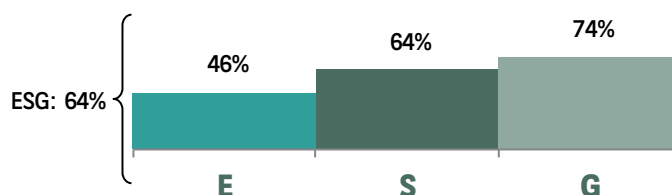
Données intermédiaires	17	18	19	20	21	24
CA T1	51,2	57,8	62,0	59,0	56,3	-
CA T2	51,4	57,9	61,0	51,3	57,5	-
CA S1	102,6	115,9	123,0	110,3	113,8	-
ROP S1	1,9	2,4	4,7	4,6	5,7	-
RN pdg corrigé S1	1,0	0,4	2,4	0,5	2,8	-
Marge opérationnelle S1	1,9%	2,1%	3,8%	4,2%	5,0%	-
Marge nette S1	1,0%	0,3%	1,9%	0,5%	2,4%	-
CA T3	48,6	53,6	54,4	47,9	52,3	-
CA T4	60,5	62,5	61,3	55,4	59,3	-
CA S2	109,4	116,1	115,7	103,3	111,6	-
ROP S2	2,5	5,6	5,0	2,9	6,0	-
RN pdg corrigé S2	1,0	5,4	2,3	-0,4	2,5	-
Marge opérationnelle S2	2,3%	4,8%	4,3%	2,8%	5,4%	-
Marge nette S2	0,9%	4,7%	2,0%	-0,4%	2,3%	-

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	8,0%	12,9%	7,3%	-4,8%	-4,6%	-
CA T2	6,5%	12,6%	5,3%	-15,9%	12,0%	-
CA T3	10,3%	10,3%	1,5%	-11,9%	9,2%	-
CA T4	18,4%	3,2%	-1,8%	-9,6%	6,9%	-
CA S1	7,3%	13,0%	6,1%	-10,3%	3,2%	-
CA S2	14,8%	6,1%	-0,3%	-10,7%	7,9%	-
ROP S1	-63,2%	25,3%	94,4%	-1,9%	23,4%	-
ROP S2	-53,9%	+ / ++	-10,4%	-43,1%	+ / ++	-

Historique de cours



SQI



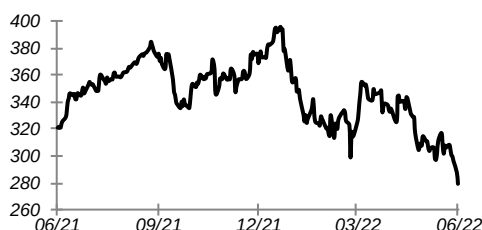
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	Communication uniquement des émissions liées aux déplacements
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	30%	32%	33%	
Index égalité salariale femmes / hommes	81	87	94	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	1,3%	1,2%	2,1%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	24%	25%	23%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	PEE avec prix de souscription décoté
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	66	109	109	
Taux d'absentéisme	3,2%	3,5%	3,5%	Donnée pour la France
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	Oui	Middlednext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	9	8	8	
<i>dont indépendants</i>	5	4	4	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	90%	90%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	27%	27%	27%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	NA	Pas de rémunération variable
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Non	NA	Pas de rémunération variable
Ratio d'équité (salaire médian)	16	19,6	16,6	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	100%	100%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

TELEPERFORMANCE

Services aux entreprises



Cours : 279,30€ 14 Juin 2022

Objectif : 430,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Eligibilité PEA-PME

Euronext
FR0000051807 / TEP
TEPRF.PA / TEP:FP
CAC 40
Non

Capitalisation (M€)
Flottant (%)
Nbre de Titres (Mio)
Date de clôture

16 512,5
81,9%
59,121
31-Déc

Actionnariat
Fidelity
NN Investment
Dirigeant
Autocontrôle

4,2%
2,9%
2,0%
0,3%

	21	22e	23e
PER	38,9	26,3	23,6
PCF	20,6	16,9	15,3
VE/CA	3,0	2,2	2,0
VE/ROP	24,9	17,2	15,3
PAN	6,3	4,6	4,0
Rendement	0,7%	1,2%	1,5%
Free Cash Flow Yield	3,3%	3,0%	4,6%
ROACE	12,4%	13,2%	14,2%

	7 115,0	8 176,6	8 770,3
CA	7 115,0	7 913,6	8 488,4
CA précédent	7 115,0	7 913,6	8 488,4
var. n/n-1	24,1%	14,9%	7,3%
EBE	1 477,0	1 616,2	1 734,1
ROC	979,0	1 165,8	1 264,2
% CA	13,8%	14,3%	14,4%
ROP	868,0	1 054,8	1 153,2
% CA	12,2%	12,9%	13,1%
RN Pdg publié	556,0	696,6	776,9
% CA	7,8%	8,5%	8,9%

	9,37	11,74	13,09
BNPA	9,37	11,74	13,09
BNPA précédent	9,42	11,33	12,66
var. n/n-1	69,3%	25,3%	11,5%
BNPA Cor	8,61	10,61	11,83
ANPA	53,2	60,9	69,9
Dividende net	3,30	4,10	4,57

	1 979,0	1 719,1	1 197,6
DFN	1 979,0	1 719,1	1 197,6

Yann de Peyrelongue, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 39

yann.de-peyrelongue@bnpparibas.com

La croissance rentable

Activité

Créé en 1978, Teleperformance est le leader mondial de la gestion de centres d'appels externalisés. Le groupe exploite près de 460 centres (représentant plus de 163 000 stations de travail) dans 83 pays, ce qui en fait l'acteur le plus international. Il propose une offre complète : solutions domestiques (centres implantés localement), nearshore (ex. Mexique pour le marché US), et offshore (ex. Philippines pour le marché US). Le Core Business représente 88% du CA alors que les Services Spécialisés en représentent 12%. Teleperformance réalise 30% de son CA sur la zone Anglophone et APAC, 26% sur la zone Ibérico Latam, 26% sur la zone Europe Continentale et MEA et 6% sur l'Inde et le Moyen-Orient.

Marché / Concurrence

Le marché mondial des centres d'appels représente environ 345 Mds€, dont seulement 26% sont externalisés (source : IDC). Le secteur est encore très fragmenté puisque les cinq principaux acteurs (Teleperformance, Concentrix, Alorica, Sitel, Atento) totalisent une part de marché de moins de 18%. Bien que leader mondial depuis la fin des années 2000, Teleperformance ne représente que 6% du marché. En chiffre d'affaires, il devance le n°2 de 20% et le n°3 de 300%. Le groupe est présent dans 83 pays alors que le n°2, Concentrix, n'est présent que dans 40 pays, faisant de Teleperformance le seul acteur vraiment capable d'accompagner les clients globaux dans le monde entier.

Stratégie / Perspectives

Teleperformance s'est développé tant par croissance interne que par acquisitions (The Answer Group en 2008, Teledatos en 2009, Metis, US Solutions et beCogent en 2010), dont les dernières en date sont celles d'Aegis en 2014 (service clients aux US, Philippines et Costa Rica, 400 M\$ de chiffre d'affaires, marge d'EBITDA supérieure à 10%, 19 000 collaborateurs), de LanguageLine Solution en août 2016 (interprétariat par téléphone et visiophone, CA 388 M\$, EBITDA 38%, 25 000 clients), d'Intelenet en 2018 pour 1Md\$ (CA 390M, 18,5% EBITDA) et Health Advocate pour c.700M\$ (140M\$ de CA, 36% d'EBITDA).

Pour 2022, TEP anticipe une croissance >5% org. et une marge d'EBITA de 15,4% (+30 bp). A horizon 2025, le groupe vise un CA >10Md€ à périmètre constant et 1 à 2 Md€ de CA supplémentaire provenant d'acquisitions et une marge d'EBITA de 16%.

Valorisation

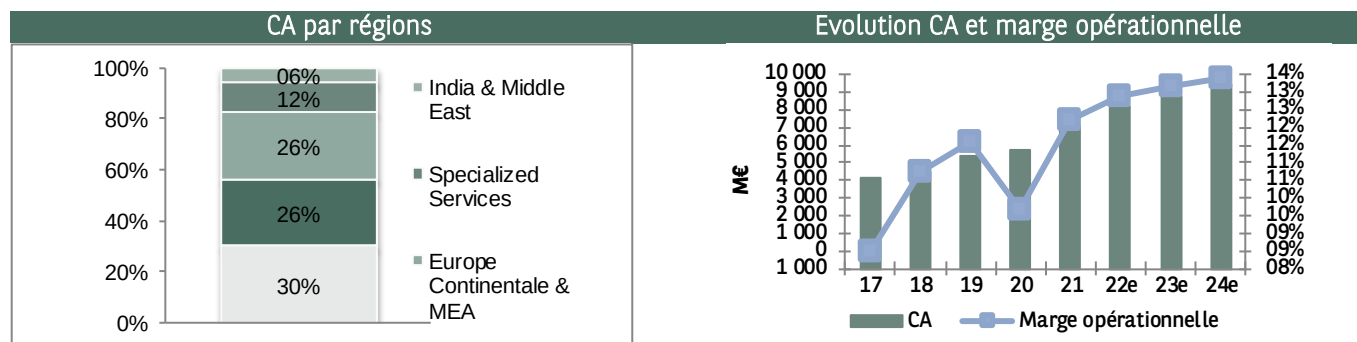
La valorisation reste exigeante mais reflète la qualité de la croissance rentable que le groupe affiche. Nous appliquons une prime ESG de 5% dans notre valorisation.

TELEPERFORMANCE

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	4 180,0	4 441,0	5 355,0	5 732,0	7 115,0	8 176,6	8 770,3	9 411,8
var. n/n-1	14,6%	6,2%	20,6%	7,0%	24,1%	14,9%	7,3%	7,3%
var. organique	9,0%	-	10,6%	11,7%	25,4%	5,1%	7,3%	7,3%
EBE	720,0	755,0	1 138,0	1 128,0	1 477,0	1 616,2	1 734,1	1 856,5
ROC	509,0	565,0	732,0	696,0	979,0	1 165,8	1 264,2	1 371,0
var. n/n-1	33,9%	11,0%	29,6%	-4,9%	40,7%	19,1%	8,4%	8,4%
ROP	355,0	477,0	621,0	555,0	868,0	1 054,8	1 153,2	1 260,0
RCAI	305,0	427,0	531,0	467,0	774,0	958,3	1 068,4	1 192,0
IS	9,0	-122,0	-131,0	-143,0	-218,0	-258,7	-288,5	-321,8
RN Pdg publié	312,0	304,0	400,0	324,0	556,0	696,6	776,9	867,1
RN Pdg corrigé	199,3	280,8	350,5	308,2	510,8	629,5	702,2	783,7
var. n/n-1	2,2%	40,9%	24,8%	-12,1%	65,7%	23,2%	11,5%	11,6%
Tmva CA 2019 / 2023e	13,1%	-	-	-	-	-	-	-
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	8,5%	10,7%	11,6%	9,7%	12,2%	12,9%	13,1%	13,4%
Marge nette (%)	4,8%	6,3%	6,5%	5,4%	7,2%	7,7%	8,0%	8,3%
Taux IS (%)	-3,0%	28,6%	24,7%	30,6%	28,2%	27,0%	27,0%	27,0%
Frais de personnel / CA (%)	65,7%	65,8%	65,2%	67,1%	67,6%	63,0%	63,0%	63,0%
CA/effectif (K€)	19	14	16	15	-	-	-	-
var. n/n-1	11,3%	-22,6%	11,6%	-7,5%	-	-	-	-
Effectif moyen	223 240	306 532	331 065	383 233	-	-	-	-
var. n/n-1	2,9%	37,3%	8,0%	15,8%	-	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	1 910,0	2 217,0	2 568,0	2 409,0	3 157,0	3 611,7	4 144,9	4 740,1
Dettes financières nettes	1 326,0	2 101,0	1 933,0	1 600,0	1 979,0	1 719,1	1 197,6	602,0
Autres	-4,0	18,0	10,0	49,0	42,0	42,0	42,0	42,0
Capitaux investis	3 244,0	4 344,0	4 512,0	4 058,0	5 178,0	5 372,8	5 384,5	5 384,0
Immobilisations nettes	3 116,0	4 126,0	4 152,0	3 724,0	4 908,0	4 894,6	4 861,7	4 813,1
dont écarts d'acquisition	571,3	571,3	571,3	571,3	571,3	571,3	571,3	571,3
dont financières	71,0	94,0	92,0	98,0	135,0	135,0	135,0	135,0
BFR	199,0	312,0	452,0	432,0	405,0	613,2	657,8	705,9
Actif économique	3 244,0	4 344,0	4 512,0	4 058,0	5 178,0	5 372,8	5 384,5	5 384,0
Gearing (%)	69,0%	94,4%	75,2%	66,4%	62,7%	47,6%	28,9%	12,7%
BFR/CA (%)	4,8%	7,0%	8,4%	7,5%	5,7%	7,5%	7,5%	7,5%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,8	2,8	1,7	1,4	1,3	1,1	0,7	0,3
ROE (%)	16,3%	13,7%	15,6%	13,4%	17,6%	19,3%	18,7%	18,3%
ROACE (%) après IS normé	6,9%	8,3%	9,3%	8,5%	12,4%	13,2%	14,2%	15,4%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	521,0	528,0	715,0	729,0	965,0	980,0	1 079,9	1 185,7
Variation BFR	-58,0	-49,0	-148,0	14,0	-75,0	-208,2	-44,5	-48,1
Investissements industriels	-148,0	-197,0	-252,0	-258,0	-232,0	-270,0	-270,0	-270,0
% du CA	3,5%	4,4%	4,7%	4,5%	3,3%	3,3%	3,1%	2,9%
Cash Flow Libre	315,0	282,0	315,0	485,0	658,0	501,7	765,3	867,6
Cessions d'actifs	1,0	1,0	0,0	4,0	3,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-4,0	-762,0	0,0	0,0	929,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-75,0	-107,0	-111,0	-141,0	-141,0	-241,9	-243,8	-271,9
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	104,0	-189,0	-36,0	-15,0	-1 828,0	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-341,0	775,0	-168,0	-333,0	379,0	-259,9	-521,5	-595,6
Dettes financières nettes	1 326,0	2 101,0	1 933,0	1 600,0	1 979,0	1 719,1	1 197,6	602,0



TELEPERFORMANCE

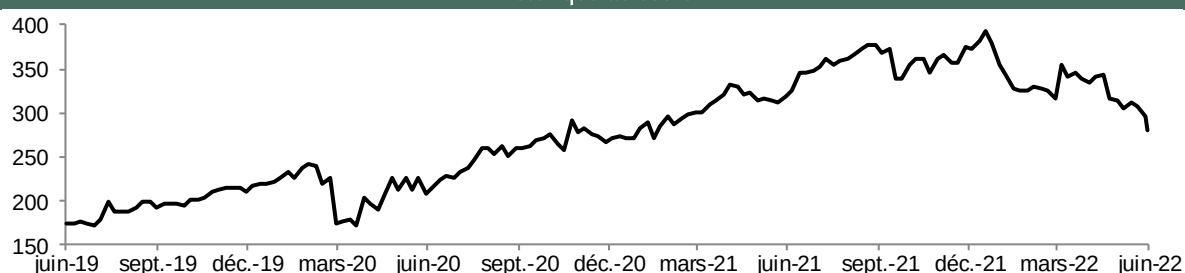
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	5,32	5,17	6,77	5,54	9,37	11,74	13,09	14,61
var. n/n-1	2,1%	40,4%	24,3%	-11,3%	63,5%	23,2%	11,5%	11,6%
CFPA	8,9	9,0	12,1	12,5	16,3	16,5	18,2	20,0
ANPA	32,6	37,7	43,5	41,2	53,2	60,9	69,9	79,9
Dividende net (versé en n+1)	1,85	1,90	2,40	2,40	3,30	4,10	4,57	5,10
Payout (%)	54,4%	39,8%	40,4%	45,6%	38,3%	38,6%	38,6%	38,6%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	18,8%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	10,7%							

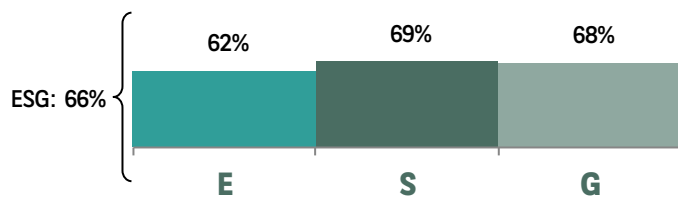
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	33,3	29,7	30,4	45,1	38,9	26,3	23,6	21,1
PCF (x)	12,7	15,8	14,9	19,1	20,6	16,9	15,3	14,0
PAN (x)	3,5	3,8	4,1	5,8	6,3	4,6	4,0	3,5
VE/CA (x)	1,9	2,3	2,3	2,7	3,0	2,2	2,0	1,8
VE/EBE (x)	11,1	13,8	11,0	13,8	14,6	11,2	10,2	9,2
VE/ROP (x)	22,5	21,9	20,2	28,0	24,9	17,2	15,3	13,5
Free Cash Flow Yield (%)	4,7%	3,4%	3,0%	3,5%	3,3%	3,0%	4,6%	5,2%
Rendement (%)	1,1%	1,3%	1,1%	1,0%	0,7%	1,2%	1,5%	1,6%
Capitalisation (M€)	6 645,5	8 322,7	10 581,8	13 954,2	19 653,0	16 405,4	16 405,4	16 405,4
Valeur d'Entreprise (VE)	7 983,5	10 431,7	12 515,8	15 554,2	21 632,0	18 124,5	17 603,0	17 007,4
Cours de référence (€)	113,1	141,7	180,2	237,6	334,6	279,3	279,3	279,3
Nb de titres (Mio)	58,738	58,738	58,738	58,738	58,738	58,738	58,738	58,738
Nb de titres corrigé (Mio)	58,620	58,814	59,049	58,536	59,337	59,337	59,337	59,337
% de la dilution	0,0%	0,4%	0,8%	0,0%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Date d'introduction	01/01/1985							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	1 066,0	1 026,0	1 271,0	1 352,0	1 712,0	1 962,0
CA T2	107,0	1 044,0	1 293,0	1 307,0	1 719,0	
CA S1	2 081,0	2 070,0	2 564,0	2 660,0	3 431,0	
ROP S1	191,0	190,0	255,0	154,0	398,0	
RN pdg corrigé S1	118,0	123,0	145,0	63,0	255,0	
Marge opérationnelle S1	9,2%	9,2%	9,9%	5,8%	11,6%	
Marge nette S1	5,7%	5,9%	5,7%	2,4%	7,4%	
CA T3	1 014,0	1 076,0	1 351,0	1 428,0	1 755,0	
CA T4	1 005,0	1 295,0	1 446,7	1 644,0	1 930,0	
CA S2	2 099,0	2 371,0	2 791,0	3 072,0	3 684,0	
ROP S2	164,0	295,0	366,0	401,0	470,0	
RN pdg corrigé S2	81,3	190,0	205,5	261,0	302,0	
Marge opérationnelle S2	7,8%	12,4%	13,1%	13,1%	12,8%	
Marge nette S2	3,9%	8,0%	7,4%	8,5%	8,2%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	26,3%	-3,8%	23,9%	6,4%	26,6%	14,6%
CA T2	-87,3%	+/-	23,9%	1,1%	31,5%	
CA T3	11,4%	6,1%	25,6%	5,7%	22,9%	
CA T4	-4,3%	28,9%	11,7%	13,6%	17,4%	
CA S1	23,2%	-0,5%	23,9%	3,7%	29,0%	
CA S2	-42,5%	13,0%	17,7%	10,1%	19,9%	
ROP S1	45,8%	-0,5%	34,2%	-39,6%	+/-	
ROP S2	-21,2%	79,9%	24,1%	9,6%	17,2%	

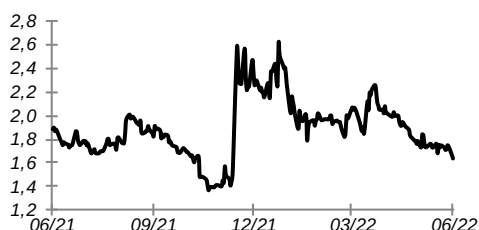
Historique de cours





TELEPERFORMANCE

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	39,6	26,2	20,7	Objectif validé par SBTi de réduction par salarié de 49% entre 2019 et 2026
Politique de compensation des émissions CO2	non	non	non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	non	non	non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	oui	oui	oui	Rapport RSE
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	non	non	non	
Certification 14001	oui	oui	oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	49%	52%	54%	
Index égalité salariale femmes / hommes	84	94	99	Périmètre France, 99% en 2021 (données 2020)
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	oui	oui	oui	
Part des personnes en situation de handicap	8,5%	6,5%	6,8%	Périmètre France
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	En 2019, 46,6M d'heures de formation dispensées, soit une moyenne de 160 heures par employé (vs 170 en 2018)
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	83%	71%	83%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	oui	oui	oui	+90% des effectifs du groupe
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	oui	oui	oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	oui	oui	oui	Plans d'actions de performance mis en place régulièrement destinés aux managers les plus performants (3% du capital y est consacré)
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	4,6%	5,2%	3,9%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	6,7	1,2	0,7	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	non	non	non	Afep-Medef : recommandation relative aux indemnités de non-concurrence écarté
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	non	non	non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	14	16	16	
dont indépendants	9	9	9	
dont femmes	6	6	6	
Administrateur représentant les salariés au CA	non	oui	oui	
Assiduité des membres du CA	98%	99%	100%	
Comité d'audit	oui	oui	oui	
Comité des risques	oui	oui	oui	Traité par le comté d'audit, des risques et de la conformité
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	non	oui	oui	Traité par le comté d'audit, des risques et de la conformité
Comité RSE	non	oui	oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	oui	oui	oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	6,9%	7,1%	8,9%	BlackRock depuis 2018
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	oui	oui	oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	oui	oui	oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	oui	oui	oui	20% de la rémunération variable
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	Disponible pour la holding et pour la France (>800x)
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	oui	oui	oui	ISO 26000 en France / Code de conduite des fournisseurs
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	oui	oui	oui	ISO 9001
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	98%	89%	94%	KPMG et Deloitte



Cours : 1,64€

14 Juin 2022

Objectif : 2,40€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME

Euronext Growth
FR0004197747 / ALTER
ALTER.PA / ALTER:FP
Euronext GROWTH

Oui

Capitalisation (M€)
Flottant (%)
Nbre de Titres (Mio)
Date de clôture

21,5
74,1%
13,118
31-Déc

Actionnariat

Biosynex
Actions auto détenues
Management
Autres actionnaires

25,1%
0,7%
0,1%
74,1%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	46,0
PCF	ns	18,5	15,7
VE/CA	1,8	1,4	1,3
VE/ROP	ns	ns	ns
PAN	2,9	2,3	2,2
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-2,9%	-6,5%	-0,5%
ROACE	ns	3,4%	5,3%

CA	11,1	12,0	13,0
CA précédent	11,1	12,0	13,0
var. n/n-1	6,8%	7,8%	8,3%
EBE	-0,3	1,0	1,2
ROC	-0,9	0,2	0,3
% CA	-7,9%	1,3%	2,4%
ROP	-1,0	0,2	0,3
% CA	-8,7%	1,3%	2,4%
RN Pdg publié	-0,8	0,3	0,5
% CA	-6,9%	2,8%	3,6%

BNPA	-0,06	0,03	0,04
BNPA précédent	-0,06	0,03	0,04
var. n/n-1	ns	ns	36,5%
BNPA Cor	-0,06	0,03	0,04
ANPA	0,7	0,7	0,7
Dividende net	0,00	0,00	0,00
DFN	-5,3	-3,8	-3,6

Cible ou filiale de Biosynex ?

Activité

Theradiag est un spécialiste du diagnostic in vitro (IVD) et plus particulièrement du Theranostic. Cette approche de médecine personnalisée consiste à mesurer conjointement le traitement et la réponse du patient à ce traitement. Le Theranostic est ainsi particulièrement indiqué au suivi des maladies chroniques avec traitement de longue durée. En effet, la réaction des patients au traitement évolue au cours du temps et le Theranostic permet aux praticiens d'ajuster leurs décisions thérapeutiques au besoin spécifique du patient. L'offre de Theradiag porte sur 12 biothérapies, la plupart sur des maladies auto-immunes et en oncologie, et se décline en deux gammes : Lisa Tracker, actuel standard opérationnel où l'analyse s'effectue par lot d'échantillons, et i-Tracker, nouvelle approche où l'on analyse les échantillons en « random access » c'est-à-dire à la volée, offrant davantage de souplesse et d'économie. Enfin, une dernière gamme « Point of Care » a été lancée en mai 2022 à travers l'automate ez-Tracker apportant le diagnostic au chevet du patient, réduisant encore davantage les coûts comme les délais de diagnostic.

Marché / Concurrence

Les maladies auto-immunes au nombre de 80 impactent environ 5% à 8% de la population mondiale d'après l'INSERM. Les biothérapies permettent un contrôle efficace de certaines maladies mais on estime qu'environ 61% des patients recevant un Anti-TNF α développeront une résistance au traitement. Les pharmas associent aujourd'hui un kit de Theranostic à leurs biothérapies afin d'identifier les premiers signes de résistance et ainsi indiquer au praticien d'effectuer une rotation thérapeutique en prescrivant un autre Anti-TNF α . Le plus populaire d'entre eux, l'Humira d'AbbVie est un blockbuster qui affiche des ventes d'environ 20Md\$ en 2021 mais devrait affronter sous peu la concurrence de biosimilaires suite à l'expiration de son brevet. Son efficacité est aujourd'hui monitorée par Theradiag et d'autres kits sont en cours de développement pour de nouvelles biothérapies. Les principaux concurrents offrent au mieux 7 Theranostics contre 12 pour Theradiag, qui souhaite aussi se démarquer avec ses offres « Random Access » et « Point of Care ».

Stratégie / Perspectives

Biosynex, disposant de 25% du capital et de 3 administrateurs sur 4 au Conseil, limite l'autonomie de cette quasi-filiale. En effet, Biosynex, fort de son succès lors de la crise sanitaire, souhaite se diversifier pour affronter l'après Covid. Theradiag et son accès au marché international en milieu hospitalier dans les biothérapies permet à Biosynex d'enrichir son portefeuille de tests. Aussi, ces deux spécialistes du diagnostic, très attachés au développement du « Point Of Care » devraient aboutir à de nombreuses synergies. Enfin, nous attendons que les nouveaux administrateurs insufflent à Theradiag l'expérience et le succès qu'ils ont rencontré sur les tests PCR. Sur le plan financier, la rentabilité à portée de main l'an dernier devrait se concrétiser en 2022.

Valorisation

Nous maintenons notre objectif, obtenu par DCF (WACC 9,4%) à 2,4€ et confirmons notre recommandation Acheter (1). Les synergies envisageables et l'aspect spéculatif sont selon nous des atouts forts pour Theradiag.

Clément Bassat, Analyste Financier
Mohamed Kaabouni

clement.bassat@bnpparibas.com

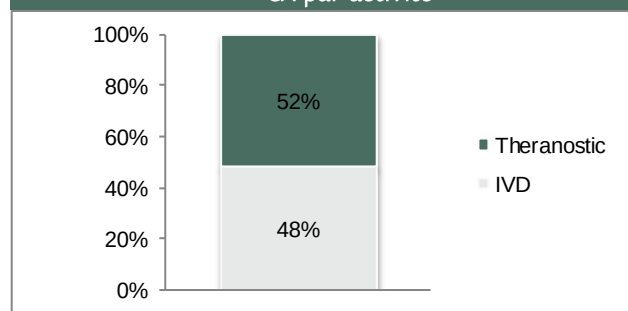
THERADIAG

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	9,1	8,9	9,6	10,4	11,1	12,0	13,0	14,5
var. n/n-1	0,9%	-1,6%	8,1%	8,0%	6,8%	7,8%	8,3%	11,8%
var. organique	0,9%	-1,6%	8,1%	8,0%	6,8%	7,8%	8,3%	11,8%
EBE	-1,8	0,2	-0,1	0,0	-0,3	1,0	1,2	1,8
ROC	-2,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,9	0,2	0,3	0,8
var. n/n-1	-/-	-/-	-/-	-/-	-/-	-/+	95,8%	+/-
ROP	-4,7	-1,0	0,1	-0,6	-1,0	0,2	0,3	0,8
RCAI	-4,8	-1,0	0,1	-0,6	-1,0	0,1	0,2	0,7
IS	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2
RN Pdg publié	-6,0	-0,8	0,3	-0,2	-0,8	0,3	0,5	0,9
RN Pdg corrigé	-6,0	-0,8	0,3	-0,2	-0,8	0,3	0,5	0,9
var. n/n-1	+/-	-/-	-/+	+/-	+/-	-/+	36,5%	94,3%
Tmva CA 2019 / 2023e	7,7%							
Marge brute (%)	72,0%	76,0%	66,6%	63,2%	60,1%	68,0%	68,0%	68,0%
Marge opérationnelle (%)	ns	-11,0%	0,5%	-6,2%	-8,7%	1,3%	2,4%	5,3%
Marge nette (%)	ns	-8,8%	3,6%	-2,2%	-6,9%	2,8%	3,6%	6,2%
Taux IS (%)	7,0%	24,4%	-423,3%	62,4%	25,4%	-273,2%	-89,3%	-30,2%
Frais de personnel / CA (%)	61,0%	49,3%	46,4%	44,5%	42,3%	41,7%	41,3%	39,3%
CA/effectif (K€)	132	142	161	177	191	199	207	224
var. n/n-1	-0,6%	7,3%	13,7%	9,6%	7,8%	4,5%	4,0%	8,3%
Effectif moyen	68	63	60	59	58	60	63	65
var. n/n-1	1,5%	-8,3%	-4,9%	-1,5%	-0,9%	3,2%	4,2%	3,2%

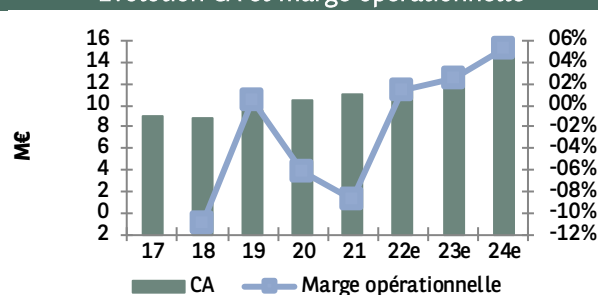
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	5,6	4,8	5,4	5,2	8,9	9,3	9,7	10,6
Dettes financières nettes	-5,1	-3,5	-2,9	-1,7	-5,3	-3,8	-3,6	-3,6
Autres	2,0	1,7	0,9	0,4	0,3	0,2	0,1	0,0
Capitaux investis	2,5	3,0	3,4	4,0	3,9	5,7	6,3	7,0
Immobilisations nettes	2,0	1,9	2,4	3,0	3,4	3,8	4,2	4,7
dont écarts d'acquisition	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	0,2	0,2	0,3	0,5	0,5	0,6	0,7	0,8
BFR	0,6	1,2	1,2	1,5	1,1	2,6	2,8	3,2
Actif économique	2,5	3,0	3,4	4,0	3,9	5,7	6,3	7,0
Gearing (%)	-91,2%	-73,7%	-53,6%	-32,4%	-59,0%	-40,6%	-36,6%	-33,8%
BFR/CA (%)	6,7%	13,1%	12,9%	14,2%	10,0%	21,3%	21,5%	22,0%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	ns	6,5%	ns	ns	3,7%	4,8%	8,5%
ROACE (%) après IS normé	ns	ns	1,6%	ns	ns	3,4%	5,3%	11,5%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-5,2	0,0	0,9	0,3	-0,1	1,2	1,4	1,9
Variation BFR	1,0	-0,6	-0,1	-0,2	0,4	-1,4	-0,2	-0,4
Investissements industriels	-1,8	-0,7	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,4
% du CA	19,7%	7,6%	9,3%	8,9%	8,8%	9,3%	9,5%	9,3%
Cash Flow Libre	-5,9	-1,3	-0,1	-0,8	-0,8	-1,4	-0,1	0,1
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	3,7	0,0	0,3	0,1	4,5	0,0	0,0	0,0
Autres	3,5	-0,3	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-1,4	1,6	0,6	1,2	-3,6	1,5	0,2	0,0
Dettes financières nettes	-5,1	-3,5	-2,9	-1,7	-5,3	-3,8	-3,6	-3,6

CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



THERADIAG

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-0,69	-0,09	0,04	-0,03	-0,06	0,03	0,04	0,07
var. n/n-1	+ / ++	- - / -	- / +	+ / -	+ / ++	- / +	36,5%	94,3%
CFPA	-0,6	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
ANPA	0,6	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	-3,0%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	0,2%							

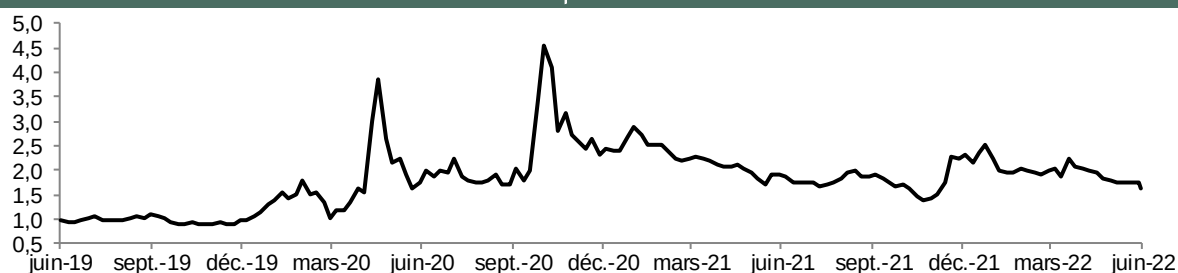
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	25,6	ns	ns	ns	46,0	23,7
PCF (x)	ns	ns	9,9	ns	ns	18,5	15,7	11,3
PAN (x)	3,9	2,5	1,7	3,4	2,9	2,3	2,2	2,0
VE/CA (x)	1,9	1,0	0,6	1,5	1,8	1,4	1,3	1,2
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	17,3	14,1	9,7
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	22,2
Free Cash Flow Yield (%)	-27,6%	-10,9%	-0,9%	-4,5%	-2,9%	-6,5%	-0,5%	0,7%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	21,5	11,9	8,9	18,0	26,3	21,5	21,5	21,5
Valeur d'Entreprise (VE)	17,0	8,7	5,8	15,8	20,5	17,1	17,2	17,0
Cours de référence (€)	2,5	1,4	1,0	2,1	2,0	1,6	1,6	1,6
Nb de titres (Mio)	8,664	8,677	8,686	8,715	13,118	13,118	13,118	13,118
Nb de titres corrigé (Mio)	8,664	8,677	8,686	8,715	13,118	13,118	13,118	13,118
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	06/12/2012							
Cours d'introduction ajusté	5,8 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22	23	24
CA T1	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S1	5,0	4,6	5,0	4,9	5,5			
ROP S1	-0,9	-0,2	0,5	-0,5	-0,3			
RN pdg corrigé S1	-0,7	-0,1	0,6	-0,2	-0,1			
Marge opérationnelle S1	-17,8%	-3,9%	9,3%	-10,4%	-5,0%			
Marge nette S1	-14,7%	-1,9%	12,8%	-4,7%	-2,2%			
CA T3								
CA T4								
CA S2	4,0	4,3	4,7	5,5	5,6			
ROP S2	-3,8	-0,8	-0,4	-0,1	-			
RN pdg corrigé S2	-5,2	-0,7	-0,3	-	-			
Marge opérationnelle S2	ns	-18,4%	-8,8%	-2,5%	-			
Marge nette S2	ns	-16,1%	-6,2%	-	-			

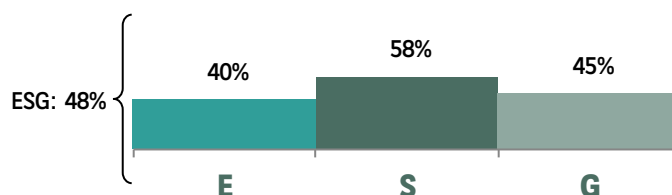
Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T2	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T3	-	-	-	-	-	-	-	-
CA T4	-	-	-	-	-	-	-	-
CA S1	8,9%	-9,5%	9,1%	-2,1%	12,5%			
CA S2	-7,6%	8,2%	7,2%	18,9%	1,8%			
ROP S1	- - / -	- - / -	- / +	+ / -	- - / -			
ROP S2	+ / ++	- - / -	- - / -	- - / -	-			

Historique de cours



THERADIAG



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	63%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	Index non calculable mais 55 points obtenus sur 60 possibles
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	Equipe trop petite
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	66%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	8,0%	15%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	ND	ND	ND	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,0	0,0	0,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	Oui	Middlednext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	5	5	5	
<i>dont indépendants</i>	1	1	1	
<i>dont femmes</i>	1	1	1	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	97%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	8,5%	8,5%	18%	Biosynex
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	100%	100%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

THERANEXUS

Biotech _ Pharma



Cours : 1,75€

14 Juin 2022

SUSPENDUE

contre Acheter (1)

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME

Euronext Growth
FR0013286259 / ALTHX
ALTHX.PA / ALTHX: FP
Euronext GROWTH

Oui

Capitalisation (M€)
Flottant (%)
Nbre de Titres (Mio)
Date de clôture

7,1
67,4%
4,084
31-Déc

Actionnariat

Fondateurs et salariés / Funders an
Auriga Partners
Supernova Invest
Kreaxi

12,0%
10,9%
7,4%
2,3%

	21	22e	23e
Cash Flow Libre	-6,3	-13,5	57,1
Inv. financiers	-	-	-
Augmentation capital	8,1	0,0	0,0
Var Trésorerie	1,3	-14,3	56,4
Trésorerie nette	12,5	-1,8	54,7
Trésorerie nette/action	3,49	-0,49	15,22

Prod. d'exploitation	0,0	0,0	75,0
ROP	-9,5	-14,5	56,0
% Prod. exploitation	ns	ns	74,6%
RN pdg publié	-8,2	-13,1	57,5
% Prod. exploitation	ns	ns	76,6%

Reculer pour mieux sauter ?

Activité

Spécialiste des troubles neurologiques, Theranexus développe une approche thérapeutique inédite ciblant les interactions entre les neurones et les cellules gliales. La société a notamment lancé en 2019 la plateforme de recherche préclinique Neurolead destinée à accélérer la découverte de candidats médicaments présentant ce mécanisme d'action. L'utilisation de la plateforme a été étendue à la découverte de médicaments dans les domaines des maladies neurologiques lysosomales. Les produits développés ont vocation à devenir les prochains traitements de référence dans les pathologies adressées. Suite à une revue stratégique, la société se concentre désormais sur son programme de phase I/II dans la maladie de Batten en collaboration avec la fondation BBDF.

Marché / Concurrence

Suite à l'arrêt du développement de TNH102, BBDF-101 est désormais le produit le plus avancé de la société. Ce dernier a été acquis en 2019 auprès de la Beyond Batten Disease Foundation. Il est développé pour le traitement de la maladie de Batten (CLN3), une maladie pédiatrique très rare (1 500-2 000 malades Europe + USA) pour laquelle il n'existe aucun traitement. BBDF-101 est entré en phase I/II en février 2022. Le seul produit jamais approuvé contre une maladie de type CLN est le Brineura (CLN2) de la société Biogen, vendu 702k\$/patient/an aux USA. Nous estimons le potentiel de ventes du BBDF-101 entre 200 et 250M€/an.

Stratégie / Perspectives

Après près de deux ans de recherche intensive d'un deal sur TNH102 pour la poursuite de son développement et sa commercialisation dans la SDE (Somnolence Diurne Excessive) dans la maladie de Parkinson, la société annonce aujourd'hui arrêter le programme et sa recherche. Nous comprenons que malgré un nombre important de partenaires potentiellement intéressés, la stratégie thérapeutique sur le marché de la maladie de Parkinson s'oriente vers le traitement des causes de la maladie aux dépens de la symptomatologie. Ainsi, au regard des incertitudes de marché et aux coûts de développement très élevés, la société n'a pu conclure d'accords et n'engagera plus de ressources dans ce projet. Au même titre, les programmes TNH101 et TNH201, encore early stage, sont également arrêtés. Cette annonce marque une réorientation stratégique de la société vers les maladies neurologiques rares avec en point de mire la maladie de Batten. Les dernières données précliniques ont permis de mieux comprendre le mécanisme d'action de BBDF-101 (combinaison du miglustat et du tréhalose) mais également de constater que l'effet du miglustat seul était bien supérieur aux attentes, conduisant Theranexus à décider de continuer de se concentrer sur une formulation buvable ne contenant que du miglustat. Du fait du caractère rare de la maladie, le produit dispose d'un parcours réglementaire simplifié lui permettant d'entrer en phase II/III dès le S1 2023 (contre T4 2022 précédemment).

Valorisation

Notre recommandation est suspendue le temps de la mise à jour de notre modèle de valorisation.

Mohamed Kaabouni, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 10
mohamed.kaabouni@bnpparibas.com

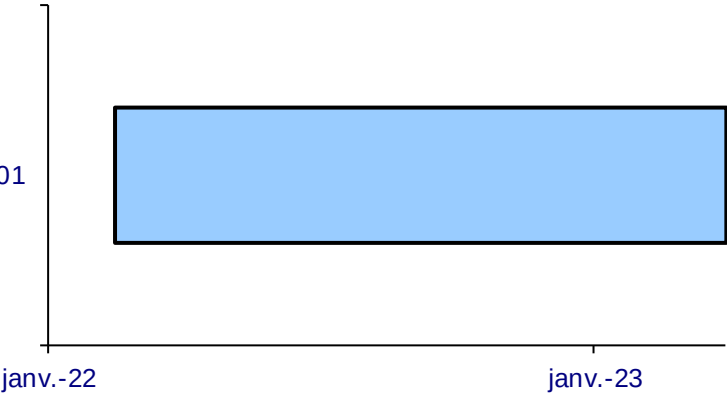
THERANEXUS

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-2,1	-5,2	-5,2	-4,7	-6,6	-13,1	57,5	-19,3
Variation BFR	0,3	-0,3	0,2	-0,9	0,4	-0,1	-0,1	-0,1
Investissements industriels	-0,4	-0,5	-2,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
Cash Flow Libre	-2,2	-6,0	-7,1	-5,9	-6,3	-13,5	57,1	-19,7
Cessions d'actifs	-	-	-	-	-	-	-	-
Investissements financiers	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendes	-	-	-	-	-	-	-	-
Augmentation de capital	20,2	0,0	2,1	4,1	8,1	0,0	0,0	0,0
Autres	-1,2	2,9	-0,8	3,6	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6
Variation Trésorerie	16,7	-3,1	-5,7	1,8	1,3	-14,3	56,4	-20,3
Trésorerie nette	18,2	15,2	9,5	11,2	12,5	-1,8	54,7	34,4
Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Produit d'exploitation	0,2	0,2	0,6	0,3	0,0	0,0	75,0	0,0
ROP	-2,7	-7,0	-7,4	-6,1	-9,5	-14,5	56,0	-21,0
CIR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
R&D immobilisée	-	-	-	-	-	-	-	-
Frais R&D	-1,5	-5,0	-5,4	-3,6	-5,6	-6,1	-6,7	-7,4
RN Pdg publié	-2,1	-5,3	-5,6	-4,8	-8,2	-13,1	57,5	-19,3
Frais de personnel	-2,1	-2,4	-2,4	-2,7	-3,0	-3,3	-3,6	0,0
Effectif moyen	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	18,2	12,9	9,4	8,7	8,7	-4,4	53,1	33,8
Autres	0,5	0,5	0,5	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5
Capitaux investis	18,9	16,3	12,3	14,4	14,4	0,2	57,0	37,0
Immobilisations nettes	0,7	1,1	2,9	3,2	1,9	2,0	2,3	2,6
<i>dont écarts d'acquisition</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>dont financières</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
Trésorerie nette	18,2	15,2	9,5	11,2	12,5	-1,8	54,7	34,4
BFR	-	-	-	-	-	-	-	-
Actif économique	18,9	16,3	12,3	14,4	14,4	0,2	57,0	37,0
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Trésorerie nette / action	5,08	4,22	2,63	3,12	3,49	-0,49	15,22	9,57
CFPA	-0,6	-1,4	-1,4	-1,3	-1,8	-3,7	16,0	-5,4
Nb de titres (Mio)	3,591	3,591	3,591	3,591	3,591	3,591	3,591	3,591
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

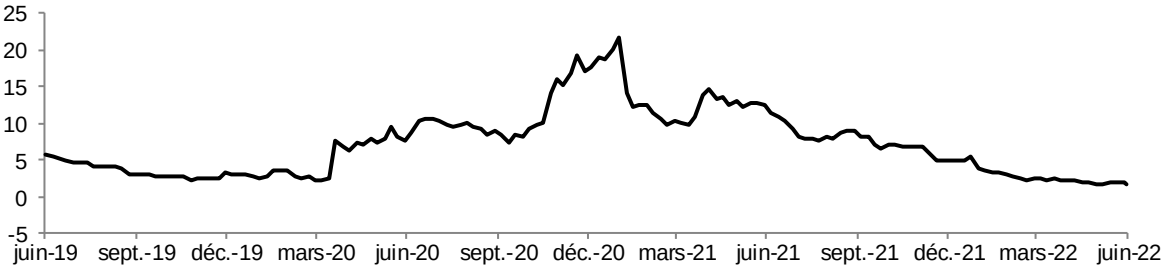
THERANEXUS

Calendrier

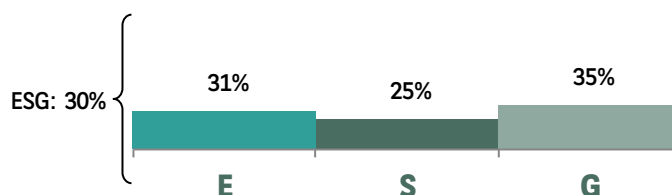
Phase I/II - Maladie de Batten (BBDF-101)



Historique de cours



THERANEXUS



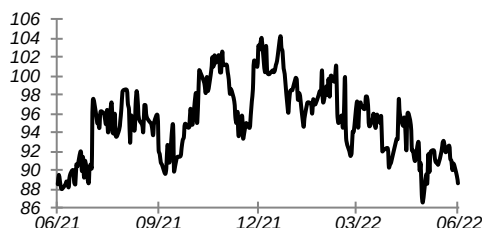
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	ND	ND	ND	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	ND	ND	ND	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	ND	ND	ND	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	ND	42%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Non	Non	Non	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	72%	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	ND	ND	ND	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	0	0	0	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,0	0,0	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	ND	ND	ND	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composant le conseil d'administration	7	5	6	
<i>dont indépendants</i>	0,571429	0,4	0,5	
<i>dont femmes</i>	0,142857	0	0	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Non	Non	Non	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	18%	14%	12%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

THERMADOR GROUPE

Industrie



Cours : 88,60€ 14 Juin 2022

Objectif : 105,00€

RENFORCER (2)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0013333432 / THEP
Reuters / Bloomberg THHG.PA / THEP.FP
Indice CAC Small
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **815,2**
Flottant (%) 66,3%
Nbre de Titres (Mio) 9,201
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Management & personnel 16,4%
InvAG für langfristige Investoren TC 9,1%
CM-CIC 5,7%
FCP Thermador Groupe 2,5%

	21	22e	23e
PER	16,8	14,9	14,3
PCF	13,9	13,2	12,7
VE/CA	1,7	1,5	1,4
VE/ROP	11,2	10,3	9,7
PAN	2,9	2,6	2,3
Rendement	2,0%	2,3%	2,4%
Free Cash Flow Yield	1,8%	7,8%	4,8%
ROACE	20,2%	19,5%	19,9%

CA	486,5	515,2	531,6
CA précédent	486,5	515,2	531,6
var. n/n-1	23,0%	5,9%	3,2%
EBE	80,5	82,1	85,2
ROC	73,2	75,1	77,9
% CA	15,0%	14,6%	14,7%
ROP	73,2	75,1	77,9
% CA	15,0%	14,6%	14,7%
RN Pdg publié	52,9	54,7	56,8
% CA	10,9%	10,6%	10,7%

BNPA	5,75	5,95	6,18
BNPA précédent	5,75	5,95	6,18
var. n/n-1	46,4%	3,5%	3,8%
BNPA Cor	5,29	5,95	6,18
ANPA	30,3	34,2	38,3
Dividende net	2,00	2,08	2,23

DFN	5,4	-39,7	-60,0

Arnaud Despre, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 52
arnaud.despre@bnpparibas.com

L'euphorie se poursuit début 2022

Activité

Thermador Groupe distribue des solutions pour les circuits de fluides dans le bâtiment (49% du CA) et l'industrie (23%), du gros outillage pour les particuliers et professionnels (9%) ainsi que des pompes domestiques (19%). Organisé en holding contrôlant 18 filiales commerciales, le groupe est une interface efficace entre des fabricants disséminés partout dans le monde (plus de 780 usines partenaires) et un réseau de grossistes, de grandes surfaces de bricolage et de constructeurs. Sa force est sa capacité à livrer plus de 45 000 références à ses clients en 24/48h en France et deux à six jours à l'international. Thermador Groupe réalise aujourd'hui 84% de son activité en France et 16% à l'international.

Marché / Concurrence

Le groupe réalise la majeure partie de son activité dans l'habitat domestique, avec une faible exposition au marché du neuf (~10% CA). En tant que distributeur spécialisé, le groupe n'a pas de concurrents disposant d'une offre aussi globale. Nous pouvons cependant citer : 1/ les filiales commerciales de fabricants ayant choisi de maintenir un contrôle partiel ou total de la distribution de leurs produits à l'image de Grundfos (France), Salmson (France), Comap (France) et Watts (US), et 2/ des importateurs distributeurs comme Hammel (France) et sa filiale Somatherm, Génébré (Espagne) ou Ferro (Pologne). Selon les gammes de produits distribuées, le groupe détient entre 1% et 35% de parts de marché, avec des positions fortes dans les vannes à sphère chez Sferaco ou encore dans les stations de relevage chez Jetly, segment sur lequel cette filiale est leader.

Stratégie / Perspectives

Le groupe a rencontré au cours du T1 2022 des suspensions ponctuelles de production en Chine (35 à 40% des achats groupe). Rien d'handicapant toutefois car les stocks constitués à fin décembre (201j d'achats vs 173j en n-1) étaient relativement élevés et ont permis de palier aux retards de livraisons. Pas de sujet en Italie alors que d'autres acteurs du bâtiment subissent des ruptures importantes sur la zone. Le management évoque en revanche des hausses spectaculaires de prix à venir dès le T2, et il ne s'attend pas à pouvoir les répercuter à 100% aux clients. Nous attendons à ce stade un pincement de la marge commerciale groupe de -20bp à 35,8%. Associé au besoin d'accompagnement en opex que nous évoquions au moment des résultats 2021 (record de recrutement sur un trimestre au T1 à +25 salariés), nous projetons une marge d'EBIT 2022 en retrait de 40bp à 14,6% mais après un exercice 2021 exceptionnel. Notons que ce recul est limité sous l'effet mix filiales (recul en proportion des activités Grand Public et accélération du Négocio Pro).

Valorisation

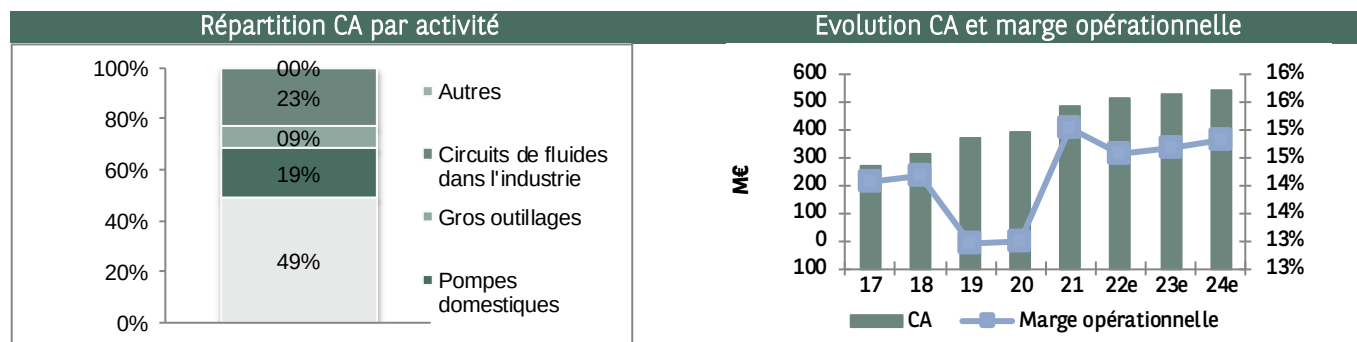
Excellent début d'année 2022, et l'effet prix soutiendra la croissance à partir du T2. Nous sommes plus prudents pour le S2 du fait de l'effet de base. Nous ajustons notre objectif de 104€ à 105€, la dégradation des paramètres de valorisation étant globalement compensée par l'application d'une prime ESG de 10%.

THERMADOR GROUPE

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	267,7	311,2	368,8	395,5	486,5	515,2	531,6	543,4
var. n/n-1	15,7%	16,2%	18,5%	7,2%	23,0%	5,9%	3,2%	2,2%
var. organique	10,3%	3,4%	8,3%	2,5%	22,2%	5,9%	3,2%	2,2%
EBE	41,4	48,0	53,8	58,5	80,5	82,1	85,2	88,2
ROC	37,6	44,1	47,8	51,4	73,2	75,1	77,9	80,6
var. n/n-1	18,7%	17,0%	8,5%	7,4%	42,5%	2,6%	3,8%	3,5%
ROP	37,6	44,1	47,8	51,4	73,2	75,1	77,9	80,6
RCAI	37,8	43,9	47,6	51,0	73,0	75,0	77,9	80,6
IS	-11,5	-14,8	-15,2	-14,8	-20,1	-20,2	-21,0	-21,8
RN Pdg publié	26,2	29,1	32,4	36,1	52,9	54,7	56,8	58,8
RN Pdg corrigé	25,2	29,3	31,7	34,0	48,7	54,7	56,8	58,8
var. n/n-1	20,4%	16,3%	8,3%	7,1%	43,2%	12,5%	3,8%	3,5%
Tmva CA 2019 / 2023e	9,6%							
Marge brute (%)	36,3%	36,8%	36,4%	36,2%	36,0%	36,0%	36,5%	36,7%
Marge opérationnelle (%)	14,1%	14,2%	13,0%	13,0%	15,0%	14,6%	14,7%	14,8%
Marge nette (%)	9,4%	9,4%	8,6%	8,6%	10,0%	10,6%	10,7%	10,8%
Taux IS (%)	30,5%	33,6%	32,0%	29,1%	27,5%	27,0%	27,0%	27,0%
Frais de personnel / CA (%)	-10,6%	-11,3%	-11,6%	-11,8%	-10,8%	-11,0%	-10,8%	-10,8%
CA/effectif (K€)	706	680	686	624	705	709	714	723
var. n/n-1	-3,4%	-3,7%	0,9%	-9,0%	13,0%	0,6%	0,7%	1,2%
Effectif moyen	379	458	538	634	690	726	744	752
var. n/n-1	19,7%	20,7%	17,5%	17,9%	8,9%	5,3%	2,5%	1,0%

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	189,5	203,3	219,5	241,4	278,5	314,8	352,5	390,9
Dettes financières nettes	2,2	23,7	12,2	2,0	5,4	-39,7	-60,0	-84,5
Autres	1,7	2,3	2,8	3,4	2,9	3,1	3,3	3,5
Capitaux investis	193,6	229,5	234,6	247,0	286,9	278,4	296,0	310,1
Immobilisations nettes	101,0	111,9	123,3	134,4	142,1	145,0	148,1	151,0
dont écarts d'acquisition	49,4	50,8	53,3	56,3	56,3	0,0	0,0	0,0
dont financières	1,7	1,6	1,6	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6
BFR	94,3	119,1	112,9	114,3	146,4	135,0	149,5	160,6
Actif économique	193,6	229,5	234,6	247,0	286,9	278,4	296,0	310,1
Gearing (%)	1,2%	11,6%	5,5%	0,8%	1,9%	-12,6%	-17,0%	-21,6%
BFR/CA (%)	35,2%	38,3%	30,6%	28,9%	30,1%	26,2%	28,1%	29,6%
Dettes financières nettes/EBE (x)	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	ns	ns	ns
ROE (%)	13,8%	14,3%	14,7%	15,0%	19,0%	17,4%	16,1%	15,0%
ROACE (%) après IS normé	14,5%	13,7%	14,2%	15,4%	20,2%	19,5%	19,9%	19,6%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	29,9	32,7	38,0	41,5	58,8	61,8	64,1	66,4
Variation BFR	-6,1	-14,3	5,2	-3,4	-31,6	11,5	-14,6	-11,1
Investissements industriels	-2,5	-5,5	-8,9	-10,6	-12,2	-9,8	-10,1	-10,3
% du CA	0,9%	1,8%	2,4%	2,7%	2,5%	1,9%	1,9%	1,9%
Cash Flow Libre	21,3	12,9	34,3	27,5	14,9	63,5	39,4	44,9
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-9,6	-15,5	-15,9	-16,4	-16,7	-18,4	-19,2	-20,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-41,3	-18,8	-7,5	-1,0	-1,6	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	29,6	21,4	-11,5	-10,1	3,3	-45,1	-20,3	-24,5
Dettes financières nettes	2,2	23,7	12,2	2,0	5,4	-39,7	-60,0	-84,5



THERMADOR GROUPE

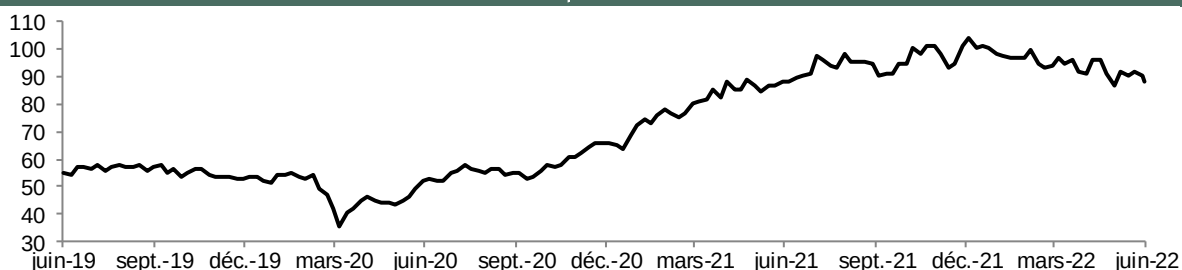
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	2,88	3,20	3,55	3,93	5,75	5,95	6,18	6,39
var. n/n-1	18,9%	16,3%	8,4%	6,1%	43,2%	12,5%	3,8%	3,5%
CFPA	3,3	3,6	4,2	4,5	6,4	6,7	7,0	7,2
ANPA	20,8	22,3	24,1	26,2	30,3	34,2	38,3	42,5
Dividende net (versé en n+1)	1,70	1,75	1,80	1,82	2,00	2,08	2,23	2,30
Payout (%)	61,5%	54,4%	51,7%	49,3%	37,8%	35,0%	36,0%	36,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	15,4%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	13,7%							

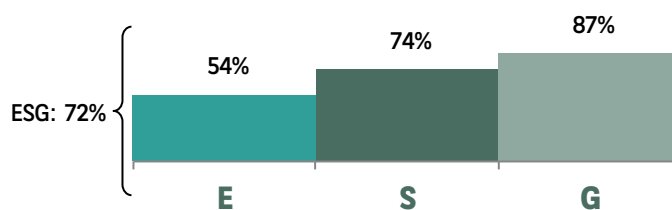
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	17,0	17,3	15,2	14,5	16,8	14,9	14,3	13,9
PCF (x)	14,3	15,6	12,7	11,9	13,9	13,2	12,7	12,3
PAN (x)	2,3	2,5	2,2	2,0	2,9	2,6	2,3	2,1
VE/CA (x)	1,6	1,7	1,3	1,2	1,7	1,5	1,4	1,3
VE/EBE (x)	10,4	11,0	9,2	8,4	10,2	9,4	8,8	8,3
VE/ROP (x)	11,4	12,0	10,3	9,6	11,2	10,3	9,7	9,0
Free Cash Flow Yield (%)	5,0%	2,5%	7,1%	5,6%	1,8%	7,8%	4,8%	5,5%
Rendement (%)	3,4%	3,0%	3,3%	3,4%	2,0%	2,3%	2,4%	2,5%
Capitalisation (M€)	428,8	507,9	483,8	492,2	818,0	815,2	815,2	815,2
Valeur d'Entreprise (VE)	429,5	530,2	494,6	492,8	821,9	774,1	753,8	729,3
Cours de référence (€)	47,1	55,8	53,1	53,5	88,9	88,6	88,6	88,6
Nb de titres (Mio)	9,110	9,110	9,110	9,201	9,201	9,201	9,201	9,201
Nb de titres corrigé (Mio)	9,110	9,110	9,109	9,200	9,198	9,198	9,198	9,198
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	01/06/1987							
Cours d'introduction ajusté	6,0 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	68,5	81,3	93,0	95,0	127,0
CA T2	71,2	84,7	97,7	92,9	135,7
CA S1	139,8	166,1	190,7	187,9	262,7
ROP S1	19,7	23,5	25,0	23,4	39,1
RN pdg corrigé S1	13,1	15,6	16,6	15,5	26,0
Marge opérationnelle S1	14,1%	14,1%	13,1%	12,4%	14,9%
Marge nette S1	9,4%	9,4%	8,7%	8,3%	9,9%
CA T3	63,0	75,4	91,8	108,2	114,1
CA T4	68,8	69,8	86,4	99,4	109,7
CA S2	128,0	145,1	178,1	207,6	218,0
ROP S2	17,9	20,6	22,8	28,0	34,1
RN pdg corrigé S2	12,0	13,7	15,1	18,5	22,7
Marge opérationnelle S2	14,0%	14,2%	12,8%	13,5%	15,6%
Marge nette S2	9,4%	9,4%	8,5%	8,9%	10,4%

Taux de croissance (n/n-1)					
CA T1	14,6%	18,7%	14,4%	2,0%	33,8%
CA T2	10,2%	18,9%	15,3%	-4,8%	46,1%
CA T3	12,9%	19,6%	21,8%	17,9%	5,4%
CA T4	34,5%	1,4%	23,8%	15,1%	10,3%
CA S1	12,3%	18,8%	14,8%	-1,5%	39,9%
CA S2	19,6%	13,4%	22,7%	16,5%	5,0%
ROP S1	20,7%	19,0%	6,7%	-6,6%	67,4%
ROP S2	16,6%	14,9%	10,7%	22,8%	21,8%

Historique de cours





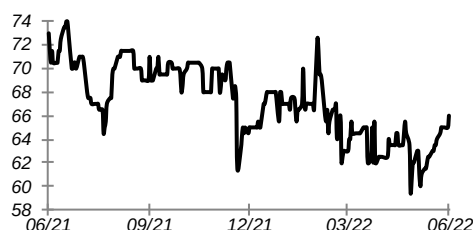
THERMADOR GROUPE

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Oui	Oui	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	31%	31%	36%	
Index égalité salariale femmes / hommes	66	87	88	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	1,0%	2,3%	2,5%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	86%	78%	72%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	8,4%	8,2%	7,2%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	799	826	644	
Taux d'absentéisme	4,0%	3,9%	3,4%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,2	13,6	8,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composant le conseil d'administration	12	12	11	
<i>dont indépendants</i>	5	5	5	
<i>dont femmes</i>	6	5	5	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	96%	97%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	ND	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	ND	ND	ND	
Comité RSE	ND	Oui	Oui	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	19%	14%	11%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	4,3	4,36	4,6	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	ND	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	89%	92%	94%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

TIPIAK
Agro-alimentaire



Cours : 66,00€ 14 Jun 2022

Objectif : 73,00€

RENFORCER (2)
Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Eligibilité PEA-PME

Euronext
FR0000066482 / TIPI
TIPK.PA / TIPI.FP
CAC Small
Oui

Capitalisation (M€) **60,3**
Flottant (%) 26,0%
Nbre de Titres (Mio) 0,914
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Famille Billard 35,0%
Famille Groult 35,0%
Autocontrôle 4,0%
Public 26,0%

	21	22e	23e
PER	15,7	16,3	13,2
PCF	4,5	4,2	3,9
VE/CA	0,6	0,6	0,6
VE/ROP	18,6	21,1	17,7
PAN	1,1	1,0	1,0
Rendement	2,4%	2,5%	2,5%
Free Cash Flow Yield	14,2%	0,8%	2,3%
ROACE	3,7%	3,1%	3,7%

	211,0	215,2	219,5
CA	211,0	215,2	219,5
CA précédent	211,0	215,2	219,5
var. n/n-1	6,0%	2,0%	2,0%
EBE	18,3	17,3	18,5
ROC	7,1	6,2	7,4
% CA	3,4%	2,9%	3,4%
ROP	7,1	6,2	7,4
% CA	3,4%	2,9%	3,4%
RN Pdg publié	4,0	3,7	4,6
% CA	1,9%	1,7%	2,1%

	4,41	4,05	5,01
BNPA	4,41	4,05	5,01
BNPA précédent	3,64	4,05	5,01
var. n/n-1	26,5%	-8,1%	23,8%
BNPA Cor	4,41	4,05	5,01
ANPA	63,2	65,6	69,1
Dividende net	1,65	1,65	2,00

	62,1	63,1	63,1
DFN	62,1	63,1	63,1

Nicolas Montel, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 59 10
nicolas.montel@bnpparibas.com

Une valeur défensive aux dividendes réguliers

Activité

Tipiak a développé son offre autour de quatre familles de produits : 1/ Traiteur Pâtissier (26% CA ; mini produits salés et sucrés pour apéritifs et cocktails), 2/ Plats Cuisinés Surgelés (33% CA ; crêpes et galettes, entrées à base de fruits de mer, plats cuisinés), 3/ Épicerie (32% CA ; aides culinaires, plats céréaliers, produits alimentaires intermédiaires) et 4/ Panification (9% CA ; croûtons, feuilletés prêts à garnir). Ses produits sont destinés à la GMS (51%), à la distribution spécialisée (23%), à la RHD (3%), à l'industrie (3%) et à l'international (20%). L'activité est réalisée à 69% sous la marque Tipiak.

Marché / Concurrence

Tipiak est positionné sur de nombreux marchés de niche, évalués chacun entre 20M€ et 100M€, sur lesquels il détient souvent une position de leader. Les produits, reconnus pour leur qualité, ont pris des positions fortes dans les circuits de grande distribution et de distribution spécialisée. Tipiak a affiché ces dernières années une croissance régulière de ses ventes sur tous ses métiers.

Stratégie / Perspectives

L'environnement des industriels de l'agroalimentaire est actuellement marqué par la volatilité du prix des matières premières et des tensions persistantes sur la consommation. Dans ce cadre, Tipiak s'est fixé pour objectif de maintenir une croissance de l'activité et de consolider ses résultats via : 1/ la poursuite de l'innovation et du soutien publicitaire, 2/ la recherche de nouveaux marchés valorisés dans les circuits Industrie et RHD ainsi qu'une politique ciblée à l'international et 3/ la poursuite des investissements de productivité. Le leadership du groupe sur plusieurs marchés de niche reste un atout de taille qui permet de maintenir les volumes, en particulier grâce aux produits à marque propre qui surperforment sur chacun des segments d'activité. En 2021, les ventes du groupe ont progressé de 6,0% portées par la hausse des ventes de 12,4% des activités du Froid (Plats Cuisinés+Traiteur/Pâtisserie) qui ont profité du regain de consommation alimentaire à domicile. Les activités de produits sec (épicerie et panification) ont en revanche reculé de 4,0% en raison d'un effet de base défavorable lié aux confinements. Pour 2022, malgré de fortes tensions inflationnistes sur les prix d'achat (matières premières, emballages, énergie) et sur les autres coûts, le management table sur une progression de ses ventes et sur une consolidation de ses résultats économiques.

Valorisation

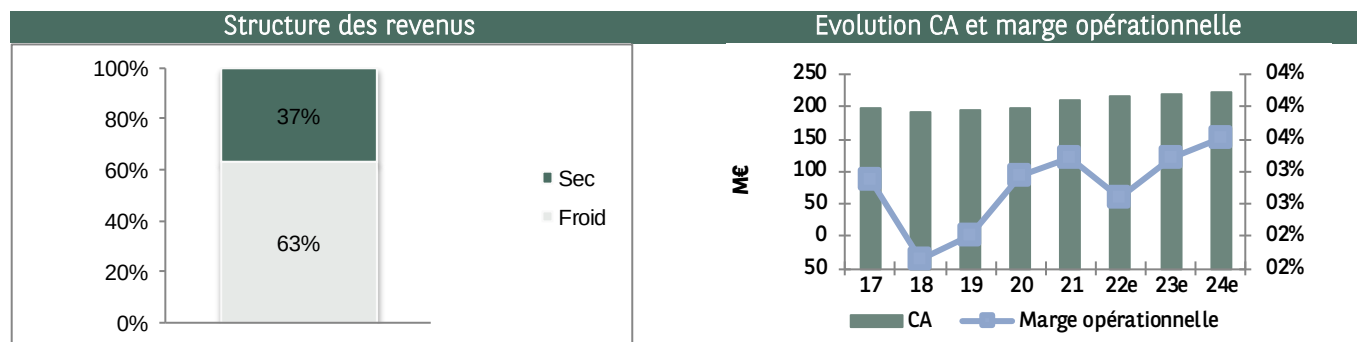
Le titre offre un potentiel d'appréciation notable grâce à son profil défensif, son rendement régulier et la perspective éventuelle d'une sortie de la cote.

TIPIAK

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	198,1	193,0	194,2	199,1	211,0	215,2	219,5	223,9
var. n/n-1	0,2%	-2,6%	0,6%	2,5%	6,0%	2,0%	2,0%	2,0%
var. organique	0,2%	-2,6%	0,6%	2,5%	6,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBE	14,4	12,7	14,5	16,9	18,3	17,3	18,5	19,6
ROC	6,1	4,1	4,7	6,3	7,1	6,2	7,4	8,1
var. n/n-1	-20,9%	-33,6%	14,1%	34,8%	13,3%	-13,3%	19,6%	9,9%
ROP	6,1	4,1	4,7	6,3	7,1	6,2	7,4	8,1
RCAI	5,7	3,6	3,9	5,4	6,1	5,5	6,7	7,4
IS	-1,5	-0,8	-1,6	-2,2	-2,1	-1,8	-2,1	-2,3
RN Pdg publié	4,2	2,8	2,3	3,2	4,0	3,7	4,6	5,1
RN Pdg corrigé	4,2	2,8	2,3	3,2	4,0	3,7	4,6	5,1
var. n/n-1	-18,0%	-32,7%	-17,4%	36,4%	26,5%	-8,1%	23,8%	11,5%
Tmva CA 2019 / 2023e	3,1%							
Marge brute (%)	58,7%	59,3%	60,9%	61,9%	62,1%	59,4%	59,8%	59,8%
Marge opérationnelle (%)	3,1%	2,1%	2,4%	3,2%	3,4%	2,9%	3,4%	3,6%
Marge nette (%)	2,1%	1,5%	1,2%	1,6%	1,9%	1,7%	2,1%	2,3%
Taux IS (%)	26,8%	22,2%	40,3%	41,2%	34,3%	32,5%	31,6%	31,2%
Frais de personnel / CA (%)	30,6%	30,9%	32,8%	33,4%	32,9%	30,5%	30,5%	30,2%
CA/effectif (K€)	152	154	147	152	157	-	-	-
var. n/n-1	-2,8%	1,5%	-4,9%	3,9%	3,3%	-	-	-
Effectif moyen	1 303	1 251	1 324	1 307	1 341	-	-	-
var. n/n-1	3,1%	-4,0%	5,8%	-1,3%	2,6%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	52,2	52,8	53,6	54,3	57,6	59,9	63,0	66,4
Dettes financières nettes	50,6	35,9	52,7	57,0	62,1	63,1	63,1	62,7
Autres	7,2	12,1	12,1	11,6	12,8	12,8	12,8	12,8
Capitaux investis	110,0	100,9	118,4	122,9	132,5	135,7	138,9	141,8
Immobilisations nettes	61,1	62,5	75,3	88,4	87,9	90,2	92,5	94,5
dont écarts d'acquisition	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
dont financières	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	49,0	38,4	43,2	34,5	44,6	45,5	46,4	47,4
Actif économique	110,0	100,9	118,4	122,9	132,5	135,7	138,9	141,8
Gearing (%)	97,1%	68,0%	98,3%	104,9%	107,8%	105,3%	100,2%	94,5%
BFR/CA (%)	24,7%	19,9%	22,2%	17,3%	21,2%	21,2%	21,2%	21,2%
Dettes financières nettes/EBE (x)	3,5	2,8	3,6	3,4	3,4	3,6	3,4	3,2
ROE (%)	8,0%	5,3%	4,3%	5,9%	7,0%	6,2%	7,3%	7,7%
ROACE (%) après IS normé	4,2%	3,0%	2,5%	3,1%	3,7%	3,1%	3,7%	4,0%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	13,5	11,0	12,3	14,5	14,1	14,4	15,3	16,1
Variation BFR	6,0	-13,7	9,0	-5,5	7,4	-0,9	-0,9	-0,9
Investissements industriels	-7,9	-9,7	-17,3	-25,5	-12,5	-13,0	-13,0	-13,0
% du CA	4,0%	5,0%	8,9%	12,8%	5,9%	6,0%	5,9%	5,8%
Cash Flow Libre	11,7	-12,4	4,0	-16,6	9,0	0,5	1,4	2,2
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-2,8	-2,8	-1,9	-1,0	-1,4	-1,4	-1,4	-1,8
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Autres	-11,5	29,9	-18,9	13,2	-12,6	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	2,5	-14,7	16,7	4,3	5,1	0,9	0,1	-0,4
Dettes financières nettes	50,6	35,9	52,7	57,0	62,1	63,1	63,1	62,7



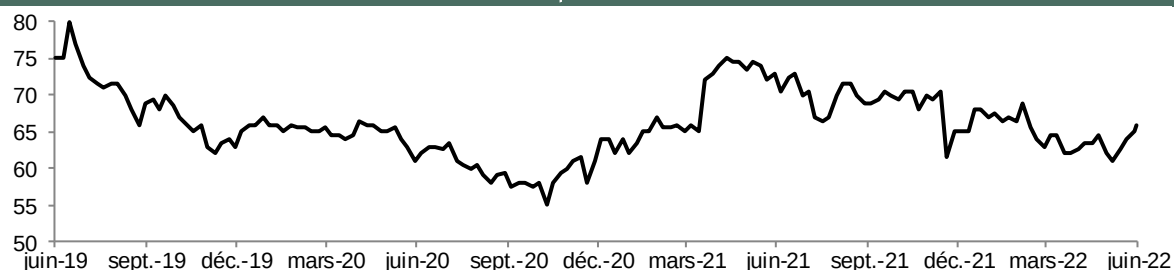
TIPIAK

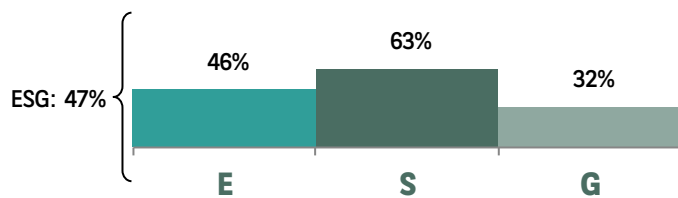
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	4,60	3,09	2,55	3,48	4,41	4,05	5,01	5,59
var. n/n-1	-18,0%	-32,7%	-17,4%	36,4%	26,5%	-8,1%	23,8%	11,5%
CFPA	14,8	12,0	13,5	15,9	15,4	15,8	16,7	17,6
ANPA	57,2	57,9	58,7	59,5	63,2	65,6	69,1	72,7
Dividende net (versé en n+1)	3,20	2,20	1,10	1,65	1,65	1,65	2,00	2,00
Payout (%)	69,6%	71,1%	43,1%	47,4%	37,4%	40,8%	39,9%	35,8%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	18,4%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	5,6%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	19,1	27,5	28,5	17,9	15,7	16,3	13,2	11,8
PCF (x)	5,9	7,1	5,4	3,9	4,5	4,2	3,9	3,7
PAN (x)	1,5	1,5	1,2	1,0	1,1	1,0	1,0	0,9
VE/CA (x)	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
VE/EBE (x)	9,1	9,0	8,2	6,7	7,2	7,5	7,0	6,7
VE/ROP (x)	21,3	27,9	25,6	18,2	18,6	21,1	17,7	16,0
Free Cash Flow Yield (%)	14,6%	-16,0%	6,0%	-29,1%	14,2%	0,8%	2,3%	3,6%
Rendement (%)	3,6%	3,8%	3,0%	1,8%	2,4%	2,5%	2,5%	3,0%
Capitalisation (M€)	80,3	77,9	66,4	57,1	63,1	60,3	60,3	60,3
Valeur d'Entreprise (VE)	131,0	113,8	119,1	114,0	132,3	130,5	130,5	130,1
Cours de référence (€)	87,9	85,2	72,7	62,4	69,1	66,0	66,0	66,0
Nb de titres (Mio)	0,914	0,914	0,914	0,914	0,914	0,914	0,914	0,914
Nb de titres corrigé (Mio)	0,912	0,912	0,912	0,912	0,912	0,912	0,912	0,912
% de la dilution	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Date d'introduction	22/11/1988							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	41,7	42,6	42,4	48,6	49,6
CA T2	40,4	37,9	37,9	36,5	38,0
CA S1	82,1	80,4	80,3	85,1	87,6
ROP S1	-2,4	-3,7	-3,5	-0,5	0,2
RN pdg corrigé S1	-1,8	-2,5	-2,9	-1,0	-0,5
Marge opérationnelle S1	-2,9%	-4,6%	-4,4%	-0,5%	0,2%
Marge nette S1	-2,2%	-3,1%	-3,6%	-1,2%	-0,6%
CA T3	38,5	38,5	39,6	42,8	45,8
CA T4	77,5	74,0	74,3	71,2	77,6
CA S2	116,0	112,6	113,9	114,1	123,4
ROP S2	8,5	7,8	8,2	6,7	7,0
RN pdg corrigé S2	-	5,3	5,2	6,3	6,4
Marge opérationnelle S2	7,3%	6,9%	7,2%	5,9%	5,6%
Marge nette S2	-	4,7%	4,6%	5,5%	5,2%
Taux de croissance (n/n-1)					
CA T1	-2,8%	2,2%	-0,5%	14,6%	2,1%
CA T2	-2,9%	-6,2%	0,0%	-3,7%	4,2%
CA T3	2,9%	0,0%	2,9%	8,1%	7,0%
CA T4	2,3%	-4,5%	0,4%	-4,2%	8,9%
CA S1	-2,8%	-2,0%	-0,2%	6,0%	3,0%
CA S2	2,5%	-3,0%	1,2%	0,1%	8,1%
ROP S1	-/-	-/-	-/-	-/-	-/+
ROP S2	-9,7%	-8,8%	5,3%	-17,6%	3,3%

Historique de cours





TIPIAK

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	64,1	56,9	117,5	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	59%	58%	56%	Plats Cuisinés Surgelés : 98, Traiteur Pâtissier : 66, Epicerie : 97, Panification : 89
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	94	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	5,1%	6,1%	6,8%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	66%	59%	68%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	12%	9,8%	12%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	ND	ND	ND	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	24 500	24 500	24 500	
Taux d'absentéisme	9,5%	13%	9,9%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	37,2	30,8	30,4	
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Non	Non	Non	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	9	9	10	
<i>dont indépendants</i>	1	1	1	
<i>dont femmes</i>	4	4	4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	92%	94%	96%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	ND	ND	ND	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	35%	35%	35%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	15,07	14,49	14,1	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	96%	89%	100%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

TRIGANO

Loisirs



Cours : 105,00€ 14 Jun 2022

Objectif : 206,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0005691656 / TRI
Reuters / Bloomberg	TRIA.PA / TRI FP
Indice	CAC Small
Éligibilité PEA-PME	Non

Capitalisation (M€)	2 030,3
Flottant (%)	42,1%
Nbre de Titres (Mio)	19,336
Date de clôture	30-Aoû

Actionnariat	
Feuillet Francois Marie	47,8%
Feuillet Alice	5,1%
Soummer Feuillet Severine	5,0%
Schroder Investment Management	2,1%

	21	22e	23e
PER	13,1	6,5	5,9
PCF	11,3	5,6	5,1
VE/CA	0,9	0,5	0,4
VE/ROP	7,2	3,8	3,1
PAN	2,5	1,4	1,2
Rendement	1,4%	3,1%	4,3%
Free Cash Flow Yield	9,7%	15,6%	13,1%
ROACE	33,4%	37,4%	38,0%

CA	2 933,6	3 351,0	3 696,7
CA précédent	2 933,6	3 351,0	3 696,7
var. n/n-1	34,3%	14,2%	10,3%
EBE	397,0	456,4	500,0
ROC	357,9	403,3	441,7
% CA	12,2%	12,0%	11,9%
ROP	358,0	403,3	441,7
% CA	12,2%	12,0%	11,9%
RN Pdg publié	222,6	310,5	341,0
% CA	7,6%	9,3%	9,2%

BNPA	11,55	16,11	17,69
BNPA précédent	11,55	15,86	17,42
var. n/n-1	59,6%	39,5%	9,8%
BNPA Cor	11,55	16,11	17,69
ANPA	61,1	73,9	87,1
Dividende net	3,23	4,51	4,95

DFN	-348,4	-501,3	-680,2

Arnaud Despre, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 52
arnaud.despre@bnpparibas.com

Court... devant l'inflation !

Activité

Trigano conçoit et fabrique des véhicules de loisirs (92% CA 2020/21 : camping-cars, caravanes, résidences mobiles, accessoires) ainsi que des équipements de loisirs (8% CA : remorques, équipement de jardin, matériel de camping). Le groupe dispose d'un important portefeuille de marques bien ancrées à travers l'Europe où plus de 95% de l'activité est réalisée, notamment en France (~25%), en Allemagne (~27%), au Royaume-Uni (~13%) et en Italie/Espagne (~10%). Trigano détient à son actif une quarantaine d'implantations industrielles et commerciales en Europe.

Marché / Concurrence

En plus des facteurs structurels de croissance, notamment la démographie (part grandissante des « papy boomers » arrivant à la retraite), la crise sanitaire du Covid a boosté la demande par les limitations de déplacements et une accélération du tourisme de proximité. Le nombre d'immatriculations de camping cars a ainsi évolué de +20,4% en 2020 (158 642 immatriculations) et de +14,3% en 2021 (181 304 immatriculations), faisant de l'année 2021 une année record pour ce marché, avec des produits adaptés aux nouvelles habitudes de consommation du tourisme post crise sanitaire.

Stratégie / Perspectives

L'inflation ne perturbe pas Trigano qui affiche sur le S1 2022 une amélioration de sa MOC à un niveau record de 12,0% (+90bp vs n-1). Le groupe a passé deux hausses de prix significatives : une à la présentation des modèles 2021/22 (+4/5%) et une similaire en novembre dernier, sans impact volume sur la demande. Une 3^e hausse devrait intervenir dans les prochains mois dans les mêmes proportions. Niveau supply, le groupe précise son discours de fin T2 avec un manque sur la seconde partie de l'exercice de -3000/4000 châssis, ce qui nous amène à anticiper un volume annuel de 47 830 véhicules (-9,1% vs n-1) pour un PMV de 46,3k€ (+11,6% vs n-1 ; supposant aucun impact de la 3^e hausse de prix sur cette saison), avec un CA associé de 2 216M€ (+1,4%). Surtout, nous avons senti le management particulièrement confiant sur le développement du marché. Les tensions stocks sont confirmées, certains concessionnaires affiliés de la marque n'ont plus que 4/5 véhicules sur parking, et en moyenne en Europe le stock des concessionnaires représente 2-3 mois de production, ce qui est historiquement faible. Les carnets de commandes restent saturés et le management expose ses intentions CAPEX : agrandissements des deux récentes usines (Espagne et Italie), nouveau site Adria confirmé.

Valorisation

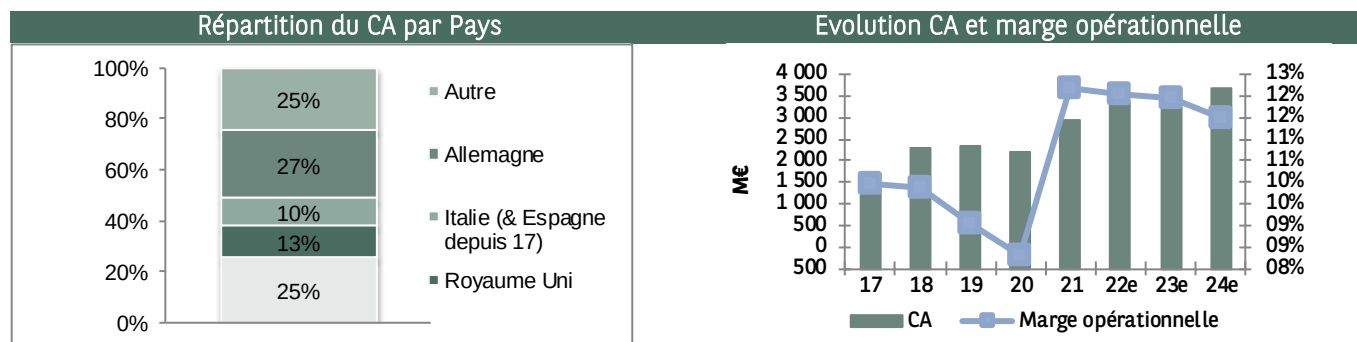
La valorisation est déprimée à EV/EBIT 2021/22 4,7x, 3,9x la saison suivante. La visibilité est pourtant bonne, et les marges historiquement élevées malgré le contexte. Nous ajustons notre objectif à 206€ sous mise à jour des paramètres de marché.

TRIGANO

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	1 710,6	2 314,9	2 328,5	2 184,0	2 933,6	3 351,0	3 696,7	3 699,8
var. n/n-1	29,9%	35,3%	0,6%	-6,2%	34,3%	14,2%	10,3%	0,1%
var. organique	-	-	-	-	-	-	-	-
EBE	171,8	263,9	236,9	213,5	397,0	456,4	500,0	485,9
ROC	152,1	230,1	210,7	180,7	357,9	403,3	441,7	425,9
var. n/n-1	51,9%	51,3%	-8,4%	-14,3%	98,1%	12,7%	9,5%	-3,6%
ROP	170,2	228,5	210,2	181,4	358,0	403,3	441,7	425,9
RCAI	161,5	222,0	214,7	177,7	277,5	399,7	439,3	423,5
IS	-34,4	-37,0	-49,8	-41,4	-58,3	-91,9	-101,0	-97,4
RN Pdg publié	130,7	187,6	167,6	139,5	222,6	310,5	341,0	328,8
RN Pdg corrigé	116,0	188,5	168,5	139,2	223,0	311,0	341,4	329,3
var. n/n-1	28,5%	62,5%	-10,7%	-17,4%	60,3%	39,4%	9,8%	-3,6%
Tmva CA 2019 / 2023e	12,2%							
Marge brute (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Marge opérationnelle (%)	10,0%	9,9%	9,0%	8,3%	12,2%	12,0%	11,9%	11,5%
Marge nette (%)	6,8%	8,1%	7,2%	6,4%	7,6%	9,3%	9,2%	8,9%
Taux IS (%)	21,3%	16,7%	23,2%	23,3%	21,0%	23,0%	23,0%	23,0%
Frais de personnel / CA (%)	-13,8%	-13,6%	-14,1%	-14,2%	-12,9%	-	-	-
CA/effectif (K€)	283	260	260	249	298	-	-	-
var. n/n-1	8,3%	-8,4%	0,1%	-4,2%	19,8%	-	-	-
Effectif moyen	6 034	8 911	8 956	8 771	9 833	-	-	-
var. n/n-1	19,9%	47,7%	0,5%	-2,1%	12,1%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	595,0	770,4	892,3	992,7	1 176,4	1 424,6	1 678,7	1 912,0
Dettes financières nettes	-82,6	74,0	14,2	-120,0	-348,4	-501,3	-680,2	-918,1
Autres	-23,2	-9,0	1,1	1,7	-11,5	-83,4	-49,4	-15,4
Capitaux investis	489,7	836,3	908,7	875,3	817,4	841,1	950,4	980,1
Immobilisations nettes	355,5	627,7	633,0	706,6	735,4	869,8	903,8	936,3
dont écarts d'acquisition	115,1	252,8	252,3	280,7	279,4	0,0	0,0	0,0
dont financières	54,6	73,0	64,8	65,7	85,3	190,7	193,7	196,7
BFR	188,8	281,7	340,5	234,5	167,3	162,0	240,3	240,5
Actif économique	489,7	836,3	908,7	875,3	817,4	841,1	950,4	980,1
Gearing (%)	-13,9%	9,6%	1,6%	-12,1%	-29,6%	-35,2%	-40,5%	-48,0%
BFR/CA (%)	11,0%	12,2%	14,6%	10,7%	5,7%	4,8%	6,5%	6,5%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	0,3	0,1	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	22,0%	24,4%	18,8%	14,0%	18,9%	21,8%	20,3%	17,2%
ROACE (%) après IS normé	27,1%	28,9%	18,5%	15,6%	33,4%	37,4%	38,0%	34,0%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	146,8	218,7	191,1	168,4	258,2	360,8	396,5	386,1
Variation BFR	-25,1	-92,9	-58,8	106,0	67,1	5,4	-78,3	-0,2
Investissements industriels	-42,2	-54,6	-44,9	-49,5	-42,7	-49,9	-53,7	-53,9
% du CA	2,5%	2,4%	1,9%	2,3%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Cash Flow Libre	79,5	71,2	87,3	224,9	282,7	316,2	264,5	332,0
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-7,6	-123,8	0,0	-16,7	0,0	-102,4	0,0	0,0
Dividendes	-19,2	-24,9	-38,6	-38,6	-42,4	-62,3	-86,9	-95,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation dettes financières nettes	-24,4	156,5	-59,8	-134,1	-228,4	-152,9	-178,9	-237,9
Dettes financières nettes	-82,6	74,0	14,2	-120,0	-348,4	-501,3	-680,2	-918,1



TRIGANO

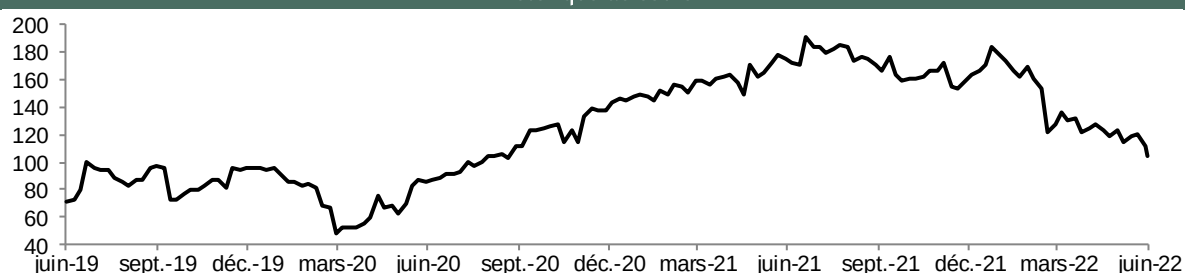
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	6,83	9,72	8,69	7,23	11,55	16,11	17,69	17,06
var. n/n-1	45,6%	42,4%	-10,6%	-16,8%	59,6%	39,5%	9,8%	-3,6%
CFPA	7,7	11,3	9,9	8,7	13,4	18,7	20,6	20,0
ANPA	30,9	40,0	46,3	51,5	61,1	73,9	87,1	99,2
Dividende net (versé en n+1)	1,30	2,00	2,00	2,20	3,23	4,51	4,95	4,78
Payout (%)	19,0%	20,6%	23,0%	30,4%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	19,4%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	20,0%							

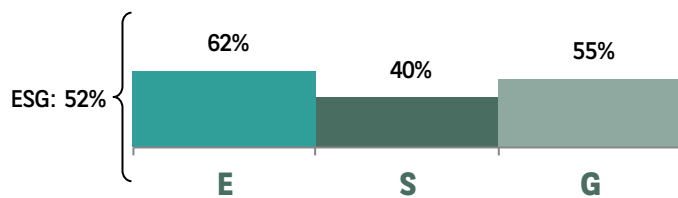
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	12,7	14,5	9,9	11,5	13,1	6,5	5,9	6,2
PCF (x)	11,3	12,5	8,7	9,5	11,3	5,6	5,1	5,2
PAN (x)	2,8	3,5	1,9	1,6	2,5	1,4	1,2	1,1
VE/CA (x)	0,9	1,2	0,7	0,7	0,9	0,5	0,4	0,3
VE/EBE (x)	9,3	10,6	7,1	7,0	6,5	3,4	2,7	2,3
VE/ROP (x)	9,4	12,3	8,0	8,2	7,2	3,8	3,1	2,6
Free Cash Flow Yield (%)	4,8%	2,6%	5,3%	14,1%	9,7%	15,6%	13,1%	16,4%
Rendement (%)	1,2%	0,9%	2,3%	2,4%	1,4%	3,1%	4,3%	4,7%
Capitalisation (M€)	1 674,7	2 731,7	1 663,9	1 604,4	2 935,4	2 030,3	2 030,3	2 030,3
Valeur d'Entreprise (VE)	1 592,6	2 806,6	1 679,1	1 485,3	2 588,0	1 530,2	1 351,4	1 113,8
Cours de référence (€)	86,6	141,3	86,0	83,0	151,8	105,0	105,0	105,0
Nb de titres (Mio)	19,336	19,336	19,336	19,336	19,336	19,336	19,336	19,336
Nb de titres corrigé (Mio)	19,151	19,305	19,280	19,281	19,281	19,281	19,281	19,281
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	19/03/1998							
Cours d'introduction ajusté	6,3 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	361,0	544,9	577,8	559,8	720,5	786,7
CA T2	388,1	551,5	559,2	603,5	648,2	707,5
CA S1	749,1	1 096,3	1 137,0	1 163,3	1 368,6	1 494,2
ROP S1	69,8	102,4	99,7	89,9	151,4	178,9
RN pdg corrigé S1	42,6	72,9	72,7	65,2	114,5	141,6
Marge opérationnelle S1	9,3%	9,3%	8,8%	7,7%	11,1%	12,0%
Marge nette S1	5,7%	6,6%	6,4%	5,6%	8,4%	9,5%
CA T3	567,6	699,4	721,7	391,7	905,7	
CA T4	393,9	519,2	469,8	628,9	659,4	
CA S2	961,5	1 218,6	1 191,5	1 020,6	1 565,1	
ROP S2	100,4	126,1	110,5	91,6	206,6	
RN pdg corrigé S2	73,4	115,5	95,8	74,0	108,5	
Marge opérationnelle S2	10,4%	10,3%	9,3%	9,0%	13,2%	
Marge nette S2	7,6%	9,5%	8,0%	7,2%	6,9%	

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>						
CA T1	16,0%	50,9%	6,0%	-3,1%	28,7%	9,2%
CA T2	25,2%	42,1%	1,4%	7,9%	7,4%	9,1%
CA T3	38,3%	23,2%	3,2%	-45,7%	+ / ++	
CA T4	38,0%	31,8%	-9,5%	33,9%	4,8%	
CA S1	20,6%	46,4%	3,7%	2,3%	17,6%	9,2%
CA S2	38,1%	26,7%	-2,2%	-14,3%	53,3%	
ROP S1	86,2%	46,6%	-2,6%	-9,9%	68,4%	18,2%
ROP S2	62,4%	25,7%	-12,4%	-17,1%	+ / ++	

Historique de cours





TRIGANO

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	0,3	0,2	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	25%	25%	26%	Six entités sur neuf affichent un index supérieur à 85/100
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	85	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	ND	ND	
Part des personnes en situation de handicap	4,8%	5,0%	4,6%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	57%	73%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	7,8%	14%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	6	3	3	
Taux d'absentéisme	6,6%	6,8%	8,2%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	28,8	30,9	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	4	4	4	
<i>dont indépendants</i>	2	2	2	
<i>dont femmes</i>	2	2	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	65%	62%	62%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	ND	ND	
Ratio d'équité (salaire médian)	33	33,9	36,2	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

VALBIOTIS

Biotech _ Pharma



Cours : 6,34€

14 Juin 2022

Objectif : 16,10€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext Growth
ISIN / Mnémonique FR0013254851 / ALVAL
Reuters / Bloomberg ALVAL.PA / ALVAL:FP
Indice Euronext GROWTH
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **61,5**
Flottant (%) 89,4%
Nbre de Titres (Mio) 9,706
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Dirigeants & Fondateurs 10,6%
Institutionnels 62,8%
Retail 26,6%

	21	22e	23e
Cash Flow Libre	-8,4	-6,7	3,9
Inv. financiers	0,0	-0,1	-0,1
Augmentation capital	14,3	0,0	0,0
Var Trésorerie	7,6	-3,1	-1,9
Trésorerie nette	20,8	17,6	15,7
Trésorerie nette/action	2,14	1,82	1,62

Prod. d'exploitation	2,7	16,8	15,3
ROP	-8,5	-0,7	-9,1
% Prod. exploitation	ns	-4,2%	ns
RN pdg publié	-8,7	-0,7	-9,1
% Prod. exploitation	ns	-4,2%	ns

News flow a flux tendu

Activité

Créée en 2014, Valbiotis est spécialisée dans la nutrition-santé. La société développe un portefeuille de produits à base d'extraits de plantes et cible principalement le marché des maladies métaboliques et cardio-métaboliques. Le produit le plus avancé est l'extrait de plantes Totum-63, en cours de développement dans la prévention du diabète et de la NASH. D'autres programmes de recherche sont en cours de développement dans diverses indications dont l'obésité et la dyslipidémie.

Marché / Concurrence

Les maladies cardio-métaboliques représentent un potentiel de marché colossal du fait du nombre important de personnes concernées. Les données d'une étude communiquées par Valbiotis évaluent le marché du prédiabète à 600M€ en 2018 et 1,8Md€ en 2027. Environ 134 millions de personnes seraient concernées dans les sept grands marchés (UE top 5, USA et Japon). En 2012, les dépenses globales liées à la prise en charge du prédiabète étaient estimées à 44Md\$, seulement aux USA. Bien qu'il n'existe pas encore de « médicament » approuvé dans cette indication, ce chiffre impressionnant témoigne surtout 1/ d'une forte mobilisation des autorités de santé pour agir contre cette condition en pleine expansion, et 2/ d'un contexte de marché très demandeur de solutions efficaces. Avec près de 40% de la population adulte atteinte d'obésité et 10-20% souffrant de NASH aux USA, les autres marchés visés par Valbiotis sont potentiellement plus importants.

Stratégie / Perspectives

L'année 2022 sera animée par un news flow clinique attractif. La société a déjà dévoilé de bons résultats de l'étude de biodisponibilité et de mécanisme d'action de TOTUM-070 et nous attendons les résultats de l'étude principale, HEART (phase II, TOTUM-070, 11% de notre valorisation) d'ici la fin du S1. Puis, au S2 2022 nous attendons les résultats de REVERSE-IT (phase II/III, TOTUM-63, 59% de notre valorisation) ainsi que les résultats des études cliniques qui étudient le mode d'action et la biodisponibilité de TOTUM-63 (partenariat NHS et INAF), TOTUM-070 et TOTUM-854 (30% de notre valorisation). Enfin, dès le T1 2023, TOTUM-63 pourrait être commercialisé suite aux résultats de REVERSE-IT et consécutivement au dépôt du dossier d'allégation santé. Par ailleurs, rappelons que le modèle économique mis en place par Valbiotis repose sur la conclusion d'accords de licence avec des acteurs majeurs de la nutrition santé et de la pharmacie. À l'image du deal avec NHS (Nestlé Health Science) sur TOTUM-63 en février 2020, de nouveaux partenaires sont recherchés pour développer et commercialiser TOTUM-070 et TOTUM-854. Ainsi, 2022 sera également sous le signe du business développement. La société dispose déjà d'une liste de partenaires potentiels qui comprend évidemment NHS comme candidat prioritaire. Selon nos scénarios, TOTUM-070 serait le prochain produit à faire l'objet d'un partenariat sur la base de bons résultats de HEART (eDeal : 56M€ dont 6M€ upfront). Au niveau, de la trésorerie, la société a terminé 2021 avec 21,8M€ lui conférant une visibilité financière au S1 2024.

Valorisation

Valorisation rNPV de TOTUM-63, TOTUM-070 et TOTUM-854 sur les territoires UE et USA. Après actualisation, notre objectif passe de 14,7€ à 13,9€ (incluant 5% de décote ESG) et nous restons à Acheter (1).

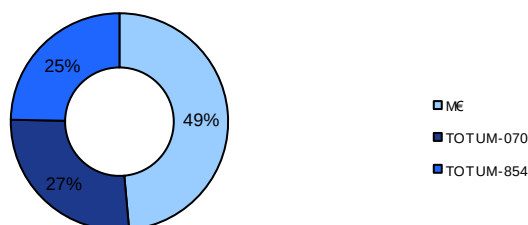
Mohamed Kaabouni, Analyste Financier
+33 (0)2 40 44 94 10
mohamed.kaabouni@bnpparibas.com

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 14/06/2022 - 10:53 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

VALBIOTIS

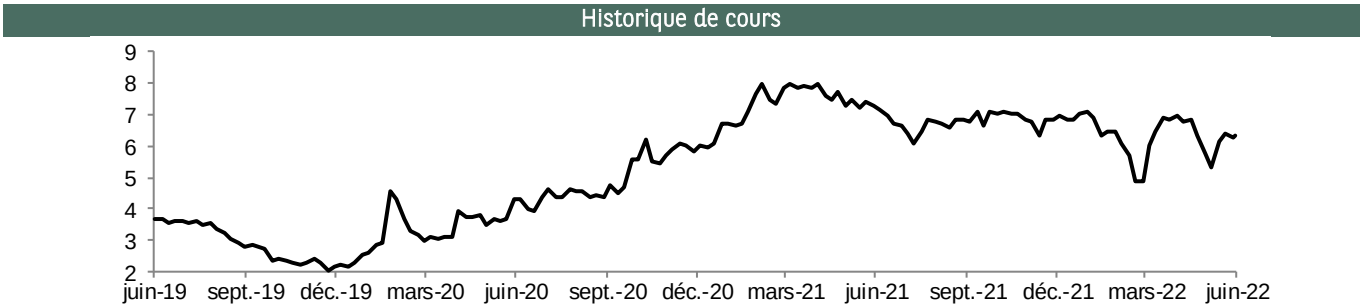
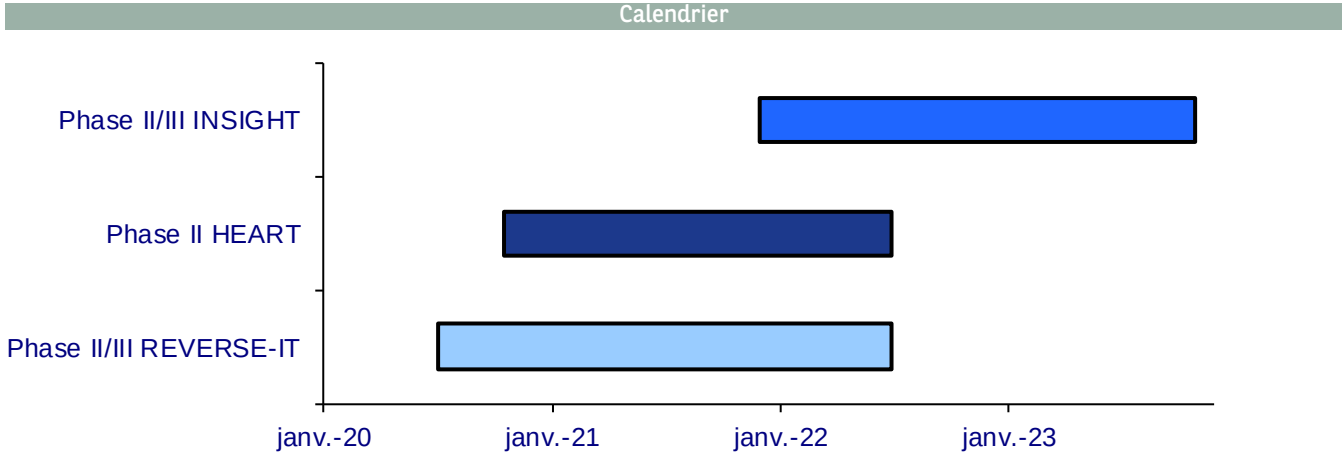
Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-2,2	-4,5	-5,0	2,7	-7,2	-3,4	-2,3	10,1
Variation BFR	0,1	0,0	-0,6	4,8	-0,9	-2,9	6,6	2,9
Investissements industriels	-0,6	-0,8	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Cash Flow Libre	-2,7	-5,4	-5,9	7,1	-8,4	-6,7	3,9	12,6
Cessions d'actifs	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Dividendes	-	-	-	-	-	-	-	-
Augmentation de capital	12,2	2,1	6,1	2,0	14,3	0,0	0,0	0,0
Autres	0,6	-0,5	0,5	-3,6	1,7	3,6	-5,8	-2,0
Variation Trésorerie	10,0	-3,6	0,7	5,5	7,6	-3,1	-1,9	10,5
Trésorerie nette	10,5	6,9	7,7	13,2	20,8	17,6	15,7	26,2
Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Produit d'exploitation	0,8	1,5	1,9	5,1	2,7	16,8	15,3	40,0
ROP	-2,4	-4,9	-5,2	-3,4	-8,5	-0,7	-9,1	9,3
CIR	0,5	1,2	1,5	1,5	2,0	3,3	3,3	0,8
R&D immobilisée	-	-	-	-	-	-	-	-
Frais R&D	1,7	3,8	4,0	5,4	7,0	11,6	11,8	2,9
RN Pdg publié	-2,4	-5,0	-5,5	-3,8	-8,7	-0,7	-9,1	7,0
Frais de personnel	1,2	2,8	3,0	3,3	3,7	4,1	4,5	4,9
Effectif moyen	20	38	42	46	51	56	61	67
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	10,2	7,4	8,3	7,2	14,3	13,6	4,4	11,4
Autres	1,3	2,3	4,4	5,7	6,6	5,4	6,1	7,0
Capitaux investis	11,4	9,7	12,7	12,8	20,9	19,0	10,6	18,4
Immobilisations nettes	1,0	2,7	4,3	3,7	3,3	1,7	1,9	2,1
<i>dont écarts d'acquisition</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>dont financières</i>	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Trésorerie nette	10,5	6,9	7,7	13,2	20,8	17,6	15,7	26,2
BFR	0,1	0,2	0,8	-4,0	-3,1	-0,2	-6,8	-9,7
Actif économique	11,4	9,7	12,7	12,8	20,9	19,0	10,6	18,4

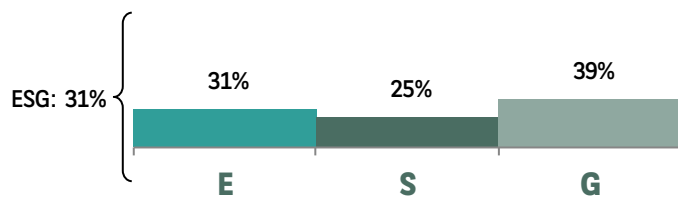
Valorisation NPV



Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Trésorerie nette / action	3,96	1,83	0,79	1,36	2,14	1,82	1,62	2,70
CFPA	-0,8	-1,2	-0,5	0,3	-0,7	-0,4	-0,2	1,0
Nb de titres (Mio)	2,645	3,769	9,706	9,706	9,706	9,706	9,706	9,706
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	-	-	-	-	-	-	-	-

VALBIOTIS





VALBIOTIS

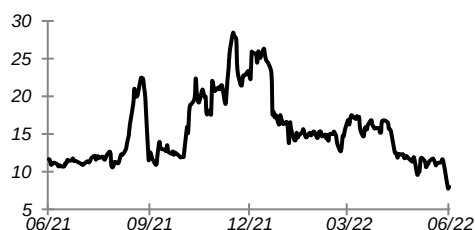
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	NA	NA	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	NA	NA	ND	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	61%	58%	58%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	NA	NA	ND	
Part des personnes en situation de handicap	0,0%	0,0%	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	5,0%	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	NA	NA	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	NA	NA	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	0	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	NA	NA	ND	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	4	4	5	
<i>dont indépendants</i>	0	0	0	
<i>dont femmes</i>	0,25	0,25	0,4	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	15%	14%	8,3%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	ND	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

VALNEVA

Biotech _ Pharma



Cours : 8,01€

14 Juin 2022

Objectif : 11,40€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Eligibilité PEA-PME

Euronext
FR0004056851 / VLA
VLS.PA / VLS FP
CAC Small
Oui

Capitalisation (M€)
Flottant (%)
Nbre de Titres (Mio)
Date de clôture

863,8
76,5%
107,782
31-Déc

Actionnariat

Groupe Grimaud La Corbière
CDC (Bpifrance Participations, CDC
Management et salariés
Autres

12,7%
9,0%
0,9%
0,9%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	ns
PCF	ns	ns	ns
VE/CA	3,8	6,3	-
VE/ROP	ns	ns	-
PAN	8,9	7,1	8,1
Rendement	-	-	-
Free Cash Flow Yield	-1,0%	-7,2%	-1,1%
ROACE	ns	ns	ns

	2021	2022	2023
CA	348,1	116,0	143,5
var. n/n-1	215,5%	-66,7%	23,7%
EBE	-61,4	-61,6	-28,7
ROC	-61,4	-44,3	-10,7
% CA	-17,6%	-38,2%	-7,5%
ROP	-61,4	-44,3	-10,7
% CA	-17,6%	-38,2%	-7,5%
RN Pdg publié	-73,4	-49,9	-14,3
% CA	-21,1%	-43,0%	-10,0%

	2021	2022	2023
BNPA	-0,68	-0,46	-0,13
var. n/n-1	ns	ns	ns
BNPA Cor	-0,68	-0,46	-0,13
ANPA	1,6	1,1	1,0
Dividende net	-	-	-

DFN

-190,0 -128,2 -118,4

Mohamed Kaabouni, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 10
mohamed.kaabouni@bnpparibas.com

Tourner la page du Covid-19 ?

Activité

Valneva se spécialise dans le développement et la commercialisation de vaccins du voyageur. La société commercialise deux produits, IXIARO® contre l'encéphalite japonaise et DUKORAL® contre le choléra/ETEC (Escherichia coli entérotoxigène). Elle développe également de nouveaux vaccins propriétaires dans différentes indications dont le chikungunya (Soumission réglementaire), la maladie de Lyme (phase 2). Le groupe est présent dans plusieurs pays, avec un solide ancrage en Europe et aux États-Unis. Plus de 70% des ventes sont réalisées en direct, le reste étant généré par des accords de distribution avec différents partenaires tels que GlaxoSmithKline, PaxVax, Seqirus, Adimmune et Biological E.

Marché / Concurrence

Le marché du voyageur pourrait progresser de 3,3Md\$ en 2017 à 6,2Md\$ en 2023 (CAGR=11%), porté par 1/ l'augmentation du tourisme vers l'Asie et les pays émergents, 2/ l'expansion des zones endémiques de certaines pathologies, 3/ et l'intensification des campagnes de sensibilisation auprès des voyageurs. Selon Valneva, le vaccin contre l'encéphalite japonaise représente un marché de 150 à 200M€, réparti en trois grandes catégories : les voyageurs (65%), les armées (15%) et les personnes vivantes dans les zones endémiques (20%). Le vaccin contre le choléra et les infections aux ETEC représente quant à lui plus de 300M€. Valneva estime que le marché du vaccin contre la maladie de Lyme pourrait être >1Md\$ et que le marché du vaccin contre le chikungunya pourrait être > à 500M\$ en 2032.

Stratégie / Perspectives

Valneva a un modèle entièrement intégré allant du développement et la production des vaccins jusqu'à leur commercialisation. Actuellement la société commercialise plusieurs vaccins 1/ IXIARO® contre l'encéphalite japonaise (CA 2021 : 45M€, -7%) ; 2/ DUKORAL® contre le choléra (CA 2021 : 2,4M€, -82%) et 3/ des produits tiers (CA 2021 : 15M€, +271%). Par ailleurs, la société dispose de 3 vaccins en fin de développement, à savoir 1/ VLA15 contre la maladie de Lyme (en phase II, phase III au T3 2022 / 308M\$ dont 130M\$ upfront) ; 2/ VLA553 contre le chikungunya (phase III validée, soumission du dossier à la FDA, Voucher cessible) et 3/ VLA2001 contre la covid-19 (en cours de revue par l'EMA, autorisé à Bahreïn et au RU). Concernant ce dernier, les difficultés rencontrées par Valneva à obtenir le feu vert de l'EMA ont conduit la CE à notifier la société de son intention de retrait de sa commande de 60M de doses passée en novembre 2021. À ce jour, la CE est en mesure d'exercer cette clause du fait de l'absence d'AMM au 30/04/2022. Ainsi, nous n'incluons pas VLA2001 dans notre modèle de valorisation. Nous tablons désormais sur un CA de 116M€ en 2022 (incluant 15M€ de vente de VLA2001 dans les pays où il est autorisé). En revanche, nous intégrons, le programme VLA1553 suite aux excellents résultats de phase III et tablons sur 1/ une commercialisation dès début 2024 chez les voyageurs américains (prix : 100€) et européens (prix dans top 5 : 70€ et 50€ dans reste de UE) ; 2/ un pic de ventes de 345M€ en 2034 et 3/ une cession du Voucher (délivré par la FDA au premier vaccin validé dans chikungunya) pour 100M€.

Valorisation

Nous reprenons notre recommandation Acheter(1) avec un TP de 11.4€ (DCF : 4,2€; chikungunya : 3.9€ et lyme : 3.2€)

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 15/06/2022 - 12:14 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

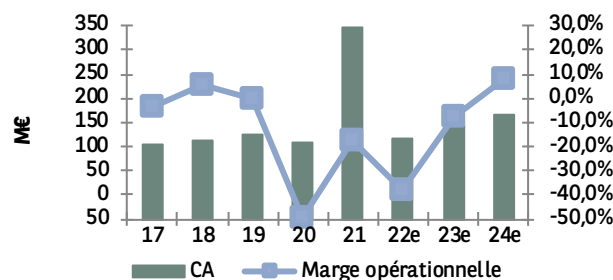
VALNEVA

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	105,3	113,0	126,2	110,3	348,1	116,0	143,5	167,7
var. n/n-1	11,9%	7,4%	11,6%	-12,6%	+ / ++	-66,7%	23,7%	16,9%
var. organique	11,9%	7,4%	11,6%	-12,6%	215,5%	-66,7%	23,7%	16,9%
EBE	6,8	9,4	2,1	-55,1	-61,4	-61,6	-28,7	-4,9
ROC	-4,0	6,3	-0,8	-55,1	-61,4	-44,3	-10,7	13,6
var. n/n-1	- / -	- / +	+ / -	+ / ++	- / -	- / -	- / -	- / +
ROP	-4,0	6,3	-0,8	-55,1	-61,4	-44,3	-10,7	13,6
RCAI	-12,6	3,4	-0,9	-65,3	-70,0	-49,9	-14,3	11,5
IS	1,1	-0,1	-0,9	0,9	-3,4	0,0	0,0	-2,9
RN Pdg publié	-11,5	3,3	-1,7	-64,4	-73,4	-49,9	-14,3	8,6
RN Pdg corrigé	-11,5	3,3	-1,7	-64,4	-73,4	-49,9	-14,3	8,6
var. n/n-1	- / -	- / +	+ / -	+ / ++	- / -	- / -	- / -	- / +
Tmva CA 2019 / 2023e	3,3%							
Marge brute (%)	44,3%	52,2%	63,0%	10,5%	-35,9%	47,8%	44,4%	45,7%
Marge opérationnelle (%)	-3,8%	5,5%	-0,6%	-50,0%	-17,6%	-38,2%	-7,5%	8,1%
Marge nette (%)	-10,9%	2,9%	-1,4%	ns	-21,1%	-43,0%	-10,0%	5,1%
Taux IS (%)	8,6%	2,6%	-100,3%	1,4%	-4,9%	0,0%	0,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
CA/effectif (K€)	-	-	-	-	-	-	-	-
var. n/n-1	-	-	-	-	-	-	-	-
Effectif moyen	-	-	-	-	-	-	-	-
var. n/n-1	-	-	-	-	-	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	92,7	143,2	135,2	77,4	170,6	120,7	106,4	115,0
Dettes financières nettes	33,8	-22,7	-32,9	-134,2	-190,0	-128,2	-118,4	-132,6
Autres	3,2	-0,1	56,7	141,8	221,4	221,4	221,4	221,4
Capitaux investis	129,6	120,4	158,9	85,1	201,9	213,9	209,3	203,8
Immobilisations nettes	105,9	103,9	135,6	140,7	231,5	228,9	226,5	224,1
dont écarts d'acquisition	-	-	-	-	-	-	-	-
dont financières	1,7	3,8	7,3	7,7	5,7	5,7	5,7	5,7
BFR	25,4	20,2	30,6	-48,0	-23,9	-9,3	-11,4	-14,6
Actif économique	129,6	120,4	158,9	85,1	201,9	213,9	209,3	203,8
Gearing (%)	36,4%	-15,9%	-24,3%	-173,3%	-111,4%	-106,2%	-111,3%	-115,3%
BFR/CA (%)	24,2%	17,9%	24,3%	-43,5%	-6,9%	-8,0%	-8,0%	-8,7%
Dettes financières nettes/EBE (x)	5,0	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	2,3%	ns	ns	ns	ns	ns	7,5%
ROACE (%) après IS normé	ns	5,0%	0,0%	ns	ns	ns	ns	4,9%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	9,3	13,6	30,7	62,0	42,4	-47,3	-11,8	11,0
Variation BFR	4,2	4,0	-6,7	77,7	36,1	-14,6	2,1	3,2
Investissements industriels	-4,0	-3,1	-10,9	-19,5	-93,2	0,0	0,0	0,0
% du CA	3,8%	2,7%	8,6%	17,6%	26,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Cash Flow Libre	9,5	14,5	13,1	120,3	-14,6	-61,8	-9,7	14,1
Cessions d'actifs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Dividendes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	-0,1	49,3	-2,5	0,3	166,8	0,0	0,0	0,0
Autres	-2,2	-7,4	-0,7	-19,4	-96,4	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-7,1	-56,5	-10,2	-101,2	-55,9	61,8	9,7	-14,1
Dettes financières nettes	33,8	-22,7	-32,9	-134,2	-190,0	-128,2	-118,4	-132,6

Evolution CA et marge opérationnelle



VALNEVA

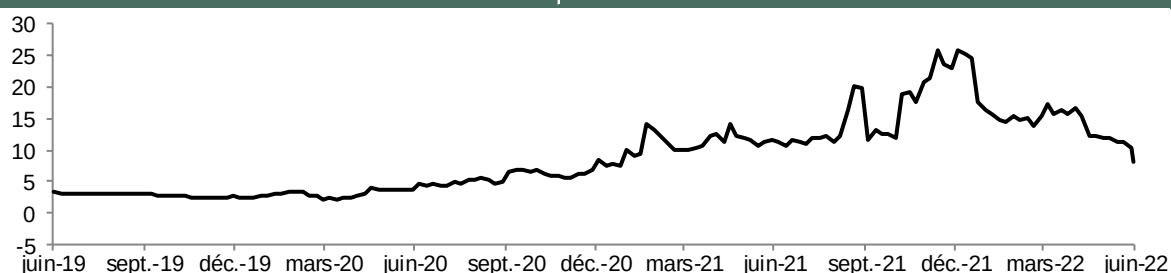
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-0,15	0,03	-0,02	-0,60	-0,68	-0,46	-0,13	0,08
var. n/n-1	- -/-	-/+	+/-	+ /++	- /--	- -/-	- -/-	- /+
CFPA	0,1	0,1	0,3	0,6	0,4	-0,4	-0,1	0,1
ANPA	1,2	1,3	1,3	0,7	1,6	1,1	1,0	1,1
Dividende net (versé en n+1)	-	-	-	-	-	-	-	-
Payout (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	ns							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
PCF (x)	23,6	28,8	10,9	8,0	ns	ns	ns	ns
PAN (x)	2,4	2,7	2,5	6,4	8,9	7,1	8,1	7,5
VE/CA (x)	2,4	3,3	2,4	3,3	3,8	6,3	-	-
VE/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	-	-
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	-	-
Free Cash Flow Yield (%)	4,3%	3,7%	3,9%	24,3%	-1,0%	-7,2%	-1,1%	1,6%
Rendement (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Capitalisation (M€)	219,1	393,0	334,1	494,9	1 520,3	862,8	862,8	862,8
Valeur d'Entreprise (VE)	252,9	370,3	301,2	360,7	1 330,3	734,6	-	-
Cours de référence (€)	2,8	3,7	3,1	4,6	14,1	8,0	8,0	8,0
Nb de titres (Mio)	77,279	107,658	107,658	107,658	107,658	107,658	107,658	107,658
Nb de titres corrigé (Mio)	77,279	107,658	107,658	107,658	107,658	107,658	107,658	107,658
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	29/07/2007							
Cours d'introduction ajusté	-							

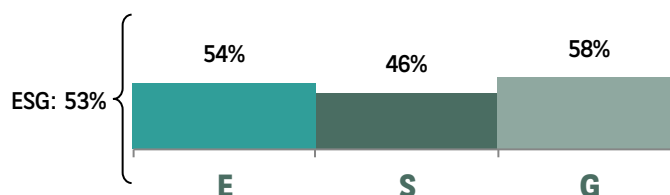
Données intermédiaires	17	18	24
CA T1	28,4	32,1	-
CA T2	25,4	26,9	-
CA S1	53,9		-
ROP S1	1,8		-
RN pdg corrigé S1	-4,4		-
Marge opérationnelle S1	3,4%		-
Marge nette S1	-8,1%		-
CA T3	0,0		-
CA T4	0,0		-
CA S2	51,4		-
ROP S2	-5,8		-
RN pdg corrigé S2	-7,1		-
Marge opérationnelle S2	-11,2%		-
Marge nette S2	-13,8%		-

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>			
CA T1	+ /++	12,8%	-
CA T2	+ /++	5,8%	-
CA T3	-		-
CA T4	-		-
CA S1	+ /++		-
CA S2	+ /++		-
ROP S1	+ /++		-
ROP S2	+ /++		-

Historique de cours



VALNEVA



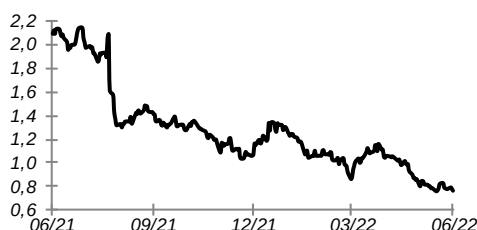
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Oui	Oui	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	ND	ND	ND	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	60%	58%	56%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	0	0	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	3,0%	0,0%	13%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	0	0	0	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	0,0	0,0	0,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Non	Non	Non	Plus d'information page 196 du rapport annuel 2021
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	5	5	
<i>dont indépendants</i>	0,714286	0,8	0,8	
<i>dont femmes</i>	0,428571	0,6	0,6	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	ND	
Comité d'audit	Oui	Oui	Non	
Comité des risques	Oui	Oui	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	15%	15%	13%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	7	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	ND	ND	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

VERIMATRIX

Technologie



Cours : 0,76€

8 Juin 2022

Objectif : 1,80€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché
ISIN / Mnémonique
Reuters / Bloomberg
Indice
Eligibilité PEA-PME

Euronext
FR0010291245 / VMX
VMX.PA / VMX.FP
CAC Small

Capitalisation (M€)
Flottant (%)
Nbre de Titres (Mio)
Date de clôture

64,7
56,0%
84,928
31-Déc

Actionnariat
OEP Inside B.V.
Palladio Holdings
BPI France
Amadeo d'Angelo

28,9%
8,4%
4,2%
2,4%

	21	22e	23e
PER	16,0	ns	ns
PCF	9,7	ns	ns
VE/CA	1,9	1,3	1,4
VE/ROP	20,7	ns	ns
PAN	1,1	0,5	0,6
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	10,2%	-17,6%	-21,1%
ROACE	4,8%	ns	ns

	21	22e	23e
CA	88,5	63,2	70,8
CA précédent	88,5	68,9	74,5
var. n/n-1	-6,8%	-28,6%	12,0%
EBE	19,0	-2,6	0,7
ROC	14,9	-6,8	-3,5
% CA	16,9%	-10,7%	-4,9%
ROP	8,0	-12,9	-8,7
% CA	9,1%	-20,4%	-12,2%
RN Pdg publié	3,7	-19,8	-14,4
% CA	4,2%	-31,3%	-20,4%

	21	22e	23e
BNPA	0,04	-0,23	-0,17
BNPA précédent	0,04	-0,18	-0,14
var. n/n-1	ns	ns	ns
BNPA Cor	0,12	-0,16	-0,11
ANPA	1,8	1,4	1,3
Dividende net	0,00	0,00	0,00
DFN	0,6	19,6	40,0

Augustin Socié, Analyste Financier
Maxence Dhoury
+33 (0)2 40 44 94 38
augustin.socie@bnpparibas.com

En route pour le SaaS

Activité

Verimatrix (ex-Inside Secure) est un spécialiste des solutions logicielles de sécurisation de contenus, et s'adresse principalement aujourd'hui au secteur du divertissement (la protection des contenus vidéos représente ~90% du chiffre d'affaires). Le profil du groupe a été complètement remodelé en 2019 avec l'acquisition de la société américaine Verimatrix Inc. (qui représente désormais 80% du nouvel ensemble) et la cession de l'activité hardware de noyau de propriété intellectuelle Silicon IP.

Marché / Concurrence

Pour faire face à la forte baisse des revenus de l'activité stratégique, le groupe a présenté lors de son Investor Day sa feuille de route stratégique à horizon 2025. Le message est clair : Verimatrix souhaite peu à peu délaisser son activité de télévision traditionnelle, déclinante dans une majeure partie du monde, au profit de l'OTT. Le repositionnement de l'activité s'opère donc autour de deux BUS : Anti-Piracy et Threat Defense. La première vise à lutter contre le piratage des contenus vidéo lors de diffusion OTT, la seconde vise à protéger le code et les applications mobiles, mais également les paiements et les objets connectés. Chacun des deux marchés pèse c.3,5Mds\$ et affiche une croissance double-digit.

Stratégie / Perspectives

Ce passage de la télévision traditionnelle vers l'OTT va modifier le profil de revenus du groupe. Celui-ci, composé aujourd'hui à 65% de revenus issus de licences et de royalties (et 35% de maintenance et de SaaS), devrait progressivement s'inverser puisque le management vise 70% des revenus issus du SaaS et de la maintenance d'ici 2025. Verimatrix n'a donc pas la volonté d'abandonner complètement les licences perpétuelles (c.30% du mix à horizon 2025), auxquelles les clients historiques sont habitués. Nous comprenons par ailleurs que la croissance du SaaS et de l'abonnement proviendra en grande partie de nouveaux clients. L'objectif affiché est de doubler le nombre de clients SaaS chaque année (le groupe en compte actuellement une cinquantaine, pour une plateforme mise en service depuis quelques mois seulement), tout en augmentant le pricing de l'offre avec des services additionnels (monitoring en direct, analytics, etc.). À horizon 2025, le groupe vise 100M\$ de chiffre d'affaires (purent organique), induisant 70M\$ de revenus récurrents, ainsi qu'un EBITDA supérieur à 20%.

Valorisation

Verimatrix est repositionné sur des marchés porteurs (streaming, live sports, protection des applications, IoT), et dispose d'un leadership technologique certain sur la protection vidéo. Son offre logicielle, opérable dans le cloud, a été redessinée et simplifiée pour correspondre au mieux aux marchés ciblés. L'objectif de 100M\$ de chiffre d'affaires en 2025 nous paraît cependant ambitieux, induisant selon notre scénario 47,5M\$ d'abonnement et de SaaS générés majoritairement par de nouveaux clients. Notons toutefois que l'évolution de l'ARR dans le mix devrait engendrer une appréciation des niveaux de valorisation du groupe.

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 10/06/2022 - 16:21 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

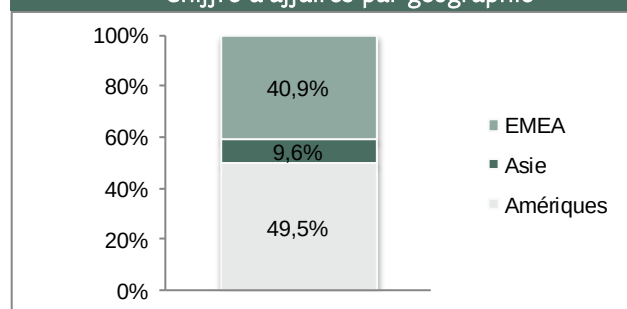
VERIMATRIX

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	38,8	42,1	98,2	94,9	88,5	63,2	70,8	81,4
var. n/n-1	-22,3%	8,4%	+ / ++	-3,3%	-6,8%	-28,6%	12,0%	15,0%
var. organique	-	-	-	-	-	-	-	-
EBE	9,1	7,0	27,8	24,0	19,0	-2,6	0,7	7,4
ROC	8,1	6,0	24,2	19,7	14,9	-6,8	-3,5	2,7
var. n/n-1	-28,3%	-25,5%	+ / ++	-18,5%	-24,3%	+ / -	- - / -	- / +
ROP	2,0	1,6	3,3	11,8	8,0	-12,9	-8,7	-2,4
RCAI	0,1	4,8	-3,6	1,5	6,6	-16,8	-11,5	-5,3
IS	-0,6	-1,0	-2,0	-2,8	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
RN Pdg publié	-0,7	3,8	27,6	-10,4	3,7	-19,8	-14,4	-8,2
RN Pdg corrigé	5,3	8,2	48,4	-2,5	10,6	-13,6	-9,3	-3,0
var. n/n-1	-75,1%	53,3%	+ / ++	+ / -	- / +	+ / -	- - / -	- - / -
Tmva CA 2019 / 2023e	-7,8%							
Marge brute (%)	91,6%	94,2%	80,0%	80,4%	73,5%	74,0%	74,5%	75,0%
Marge opérationnelle (%)	5,1%	3,9%	3,4%	12,4%	9,1%	-20,4%	-12,2%	-3,0%
Marge nette (%)	13,8%	19,5%	49,3%	-2,6%	11,9%	-21,5%	-13,1%	-3,7%
Taux IS (%)	481,2%	20,5%	-56,3%	191,0%	44,6%	-17,6%	-25,8%	-56,3%
Frais de personnel / CA (%)	-53,3%	-60,7%	-44,2%	-47,2%	-46,1%	-	-	-
CA/effectif (K€)	235	258	347	335	351	-	-	-
var. n/n-1	-25,6%	9,7%	34,4%	-3,3%	4,7%	-	-	-
Effectif moyen	165	163	283	283	252	-	-	-
var. n/n-1	4,4%	-1,2%	73,6%	0,0%	-11,0%	-	-	-

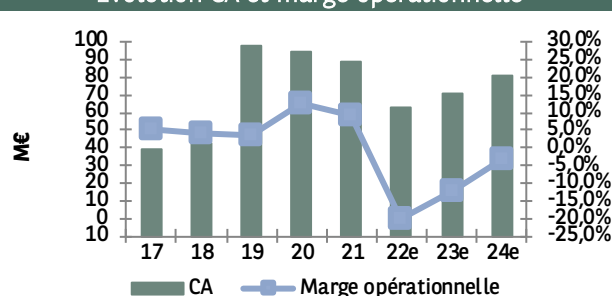
Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	66,8	70,4	156,4	147,4	151,5	131,8	117,3	109,1
Dettes financières nettes	-26,4	-31,9	4,9	14,4	0,6	19,6	40,0	54,4
Autres	7,4	5,8	20,9	17,9	14,1	14,1	14,1	14,1
Capitaux investis	47,8	44,4	182,2	179,7	166,2	165,5	171,4	177,5
Immobilisations nettes	41,0	42,3	171,0	155,4	148,6	152,7	157,0	160,9
dont écarts d'acquisition	29,6	29,5	115,2	115,2	115,2	0,0	0,0	0,0
dont financières	1,7	5,7	18,7	6,2	3,0	3,0	3,0	3,0
BFR	6,8	2,1	11,1	24,3	17,6	12,8	14,4	16,6
Actif économique	47,8	44,4	182,2	179,7	166,2	165,5	171,4	177,5
Gearing (%)	-39,5%	-45,2%	3,1%	9,7%	0,4%	14,9%	34,1%	49,8%
BFR/CA (%)	17,6%	4,9%	11,3%	25,6%	19,9%	20,2%	20,3%	20,4%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	0,2	0,6	0,0	ns	61,5	7,3
ROE (%)	ns	5,4%	17,6%	ns	2,4%	ns	ns	ns
ROACE (%) après IS normé	ns	10,4%	33,3%	ns	4,8%	ns	ns	2,5%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	5,8	3,7	18,6	22,2	17,4	-8,8	-4,5	2,2
Variation BFR	-1,6	0,6	-15,9	-9,7	9,5	4,9	-1,6	-2,2
Investissements industriels	-0,3	-0,3	-4,0	-8,5	-9,8	-8,2	-8,5	-8,5
% du CA	0,6%	0,7%	4,1%	9,0%	11,1%	13,0%	12,0%	10,5%
Cash Flow Libre	4,0	4,0	-1,3	4,0	17,1	-12,2	-14,6	-8,5
Cessions d'actifs	-	-	-	-	-	-	-	-
Investissements financiers	-0,6	0,0	-84,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-	-	-	-	-	-	-	-
Augmentation de capital	0,2	-0,6	57,8	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Autres	-3,5	2,1	-9,1	-13,7	-3,4	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	0,0	-5,5	36,7	9,5	-13,8	19,0	20,4	14,3
Dettes financières nettes	-26,4	-31,9	4,9	14,4	0,6	19,6	40,0	54,4

Chiffre d'affaires par géographie



Evolution CA et marge opérationnelle



VERIMATRIX

Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-0,02	0,09	0,32	-0,12	0,04	-0,23	-0,17	-0,10
var. n/n-1	-75,2%	50,1%	+ / ++	+ / -	- / +	+ / -	- - / -	- - / -
CFPA	0,1	0,1	0,2	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,0
ANPA	1,5	1,6	1,8	1,7	1,8	1,4	1,3	1,2
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	ns							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	ns							

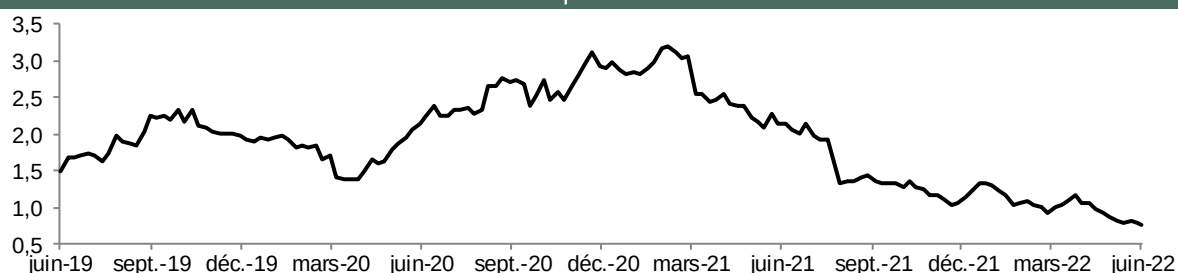
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	21,3	12,4	3,1	ns	16,0	ns	ns	ns
PCF (x)	19,7	27,5	8,2	8,5	9,7	ns	ns	ns
PAN (x)	1,7	1,4	1,0	1,3	1,1	0,5	0,6	0,6
VE/CA (x)	2,2	1,5	1,4	2,1	1,9	1,3	1,4	1,4
VE/EBE (x)	9,4	9,2	5,0	8,3	8,7	ns	ns	15,7
VE/ROP (x)	ns	ns	ns	16,8	20,7	ns	ns	ns
Free Cash Flow Yield (%)	3,5%	3,9%	-0,9%	2,1%	10,2%	-17,6%	-21,1%	-12,3%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	114,1	101,7	151,5	189,9	168,6	65,2	65,2	65,2
Valeur d'Entreprise (VE)	86,0	64,1	137,7	198,0	166,3	81,8	102,2	116,6
Cours de référence (€)	2,6	2,3	1,8	2,2	2,0	0,8	0,8	0,8
Nb de titres (Mio)	43,200	44,119	84,928	85,229	85,535	85,535	85,535	85,535
Nb de titres corrigé (Mio)	43,168	50,595	90,899	91,424	91,015	91,015	91,015	91,015
% de la dilution	0,0%	15,0%	7,1%	7,4%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Date d'introduction	20/02/2012							
Cours d'introduction ajusté	8,3 €							

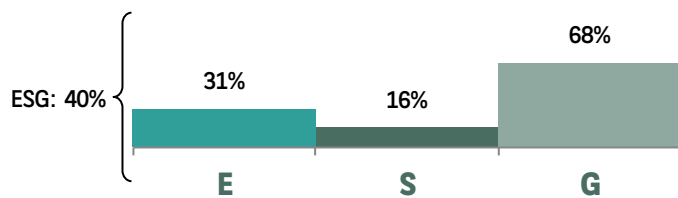
Données intermédiaires	17	18	19	20	21
CA T1	6,9	10,1	20,4	20,0	20,1
CA T2	7,8	12,4	32,5	24,2	32,1
CA S1	14,7	22,5	52,9	44,2	52,2
ROP S1	-2,7	1,2	-5,2	2,3	10,6
RN pdg corrigé S1	0,2	4,1	11,3	1,0	6,8
Marge opérationnelle S1	-18,2%	5,4%	-9,8%	5,3%	20,3%
Marge nette S1	1,3%	18,1%	21,4%	2,2%	13,1%
CA T3	11,4	9,1	12,6	26,3	15,7
CA T4	12,9	10,5	32,7	24,4	20,6
CA S2	24,1	19,6	45,3	50,7	36,3
ROP S2	4,7	0,4	8,5	9,4	-2,6
RN pdg corrigé S2	5,1	4,1	37,1	-3,4	10,1
Marge opérationnelle S2	19,4%	2,2%	18,7%	18,6%	-7,2%
Marge nette S2	21,3%	21,0%	81,9%	-6,8%	27,8%

Taux de croissance (n/n-1)

CA T1	-67,5%	45,7%	+ / ++	-1,8%	0,4%
CA T2	-61,7%	59,6%	+ / ++	-25,6%	32,9%
CA T3	-4,5%	-20,2%	39,0%	+ / ++	-40,3%
CA T4	24,9%	-18,5%	+ / ++	-25,2%	-15,8%
CA S1	-46,9%	53,0%	+ / ++	-16,5%	18,2%
CA S2	8,4%	-18,8%	+ / ++	12,0%	-28,5%
ROP S1	+ / -	- / +	+ / -	- / +	+ / ++
ROP S2	+ / ++	-90,7%	+ / ++	11,1%	+ / -

Historique de cours





VERIMATRIX

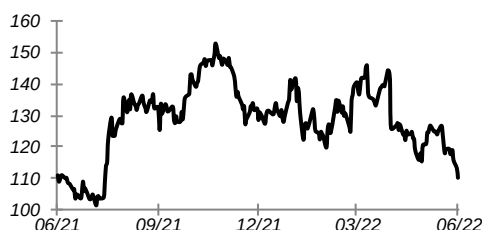
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	ND	Analyse prévue sur 2021.
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	23%	21%	23%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	45%	51%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	ND	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Non	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	0	0	0	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	Oui	Code Afep-Medef.
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	5	5	5	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	2	2	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	90%	98%	96%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Non	Non	Non	Écarté par les statuts de la société. One Equity Partners.
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	26%	29%	29%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	11	6,9	6,8	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	62%	100%	100%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

VETOQUINOL

Santé



Cours : 110,20€ 14 Jun 2022

Objectif : 152,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0004186856 / VETO
Reuters / Bloomberg VETO.PA / VETO:FP
Indice CAC Small
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **1 309,4**
Flottant (%) 32,9%
Nbre de Titres (Mio) 11,882
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Soparfin SCA 62,4%
Famille Etienne Frechin 4,5%
Autodétention 0,2%
Public 32,9%

	21	22e	23e
PER	21,6	20,3	18,5
PCF	14,6	15,4	14,2
VE/CA	2,5	2,2	2,0
VE/ROP	15,3	14,3	12,3
PAN	3,1	2,6	2,3
Rendement	0,4%	0,7%	0,7%
Free Cash Flow Yield	5,6%	3,0%	5,6%
ROACE	15,8%	15,0%	16,0%

	521,3	552,6	580,2
CA	521,3	552,6	580,2
CA précédent	521,3	552,6	580,2
var. n/n-1	22,0%	6,0%	5,0%
EBE	120,7	122,0	132,2
ROC	86,8	86,7	95,8
% CA	16,6%	15,7%	16,5%
ROP	86,3	86,2	95,2
% CA	16,6%	15,6%	16,4%
RN Pdg publié	62,9	63,8	69,9
% CA	12,1%	11,5%	12,1%

	5,32	5,39	5,91
BNPA	5,32	5,39	5,91
BNPA précédent	5,06	5,17	5,47
var. n/n-1	227,1%	1,4%	9,7%
BNPA Cor	5,35	5,42	5,95
ANPA	37,3	41,9	46,9
Dividende net	0,80	0,81	0,89
DFN	-53,6	-77,8	-134,6

Gaétan Calabro, Analyste Financier
+33 (0)2 40 44 94 68
gaetan.calabro@bnpparibas.com

Toujours Essentiels !

Activité

Fondé en 1933 par Joseph Frechin, Vetoquinol est le neuvième laboratoire pharmaceutique mondial dédié à la santé animale. La société est spécialisée dans la recherche, la production et la commercialisation de médicaments vétérinaires (vaccins, antibiotiques, antiparasitaires, anti-inflammatoires, dermatologie, dentaire, diagnostics et nutrition) pour 1/ les animaux de compagnie (60% CA) et 2/ les animaux de rente destinés à nourrir l'homme (40% CA).

Marché / Concurrence

Si les chiffres d'affaires des médicaments n'atteignent pas ceux de la santé humaine (blockbusters >=1Md\$ en santé humaine vs. 100M\$ "seulement" en santé animale), la médecine animale reste une activité moins risquée avec des coûts de R&D plus faibles et une probabilité plus élevée de donner naissance à un nouveau traitement. De même, l'importance donnée à l'image de marque pour ces traitements financés directement par les propriétaires d'animaux est telle que les génériques grignotent de très faibles parts de marché sur les médicaments principaux. Ce marché estimé à 35Mds\$ (+3/+5% de croissance annuelle), à la fois dominé par le segment "rente" (60%) et la zone Amériques (47%), a fait l'objet d'une consolidation massive sur la dernière décennie compte-tenu d'un désengagement des principaux acteurs de la santé humaine ("Big Pharma"). La dernière opération en date est la reprise par Elanco (4^e acteur mondial) de la division santé animale de Bayer (5^e) pour 6,9Mds\$ (c.4,6xVE/CA, c.18,8xVE/EBITDA).

Stratégie / Perspectives

Focalisée depuis environ sept ans sur quatre espèces (chiens/chats et bovins/porcs) et six domaines thérapeutiques clés, la ligne stratégique porte ses fruits (MOC +300bp en 3 ans). Des investissements R&D d'environ 7% du CA permettent de maintenir un niveau soutenu d'innovation. Disposant d'un pipeline supérieur à 50 projets en cours consacrés à 80% à la gamme Essentiels (mieux margée avec une MB > de 15 points vs gamme Complémentaires), cette dernière devrait continuer sa progression dans la part du CA (actuellement 57%) et permettre au groupe d'augmenter ses positions sur les trois principaux marchés de santé animale (USA, Chine et Brésil). Si la solidité de sa structure financière a permis d'autofinancer sa croissance externe (sept opérations en huit ans / échelle de CA autour de 10/20M€), il manquait à cette valeur familiale (famille Frechin 67%, 3^e génération) non endettée une opération d'envergure à son tableau de chasse pour contribuer à un re-rating du titre. C'est désormais chose faite avec l'annonce le 12 février 2020 du rachat des produits Profender® et Drontal® pour 140M\$ (CA 2019 : c.43,2M\$, soit 3,2xVE/CA). Après un exercice 2021 qualifié d'exceptionnel (très forte hausse des adoptions en lien avec le contexte sanitaire), le management anticipe 1/ un trend de croissance plus normalisé en 2022 (autour de +3/+5% a minma) avec 2/ un message rassurant concernant les marges (pricing power) malgré le contexte inflationniste. Vetoquinol devrait être une nouvelle fois capable de gagner des parts de marché (PZP +6%e org) grâce aux Essentiels (croissance double digit). A ce titre, le lancement début 2022 en Europe de Felpreva® (premier antiparasitaire longue durée spot-on pour chats) semble prometteur. Par ailleurs, un nouveau plan stratégique devrait être dévoilé au S2 2022.

Valorisation

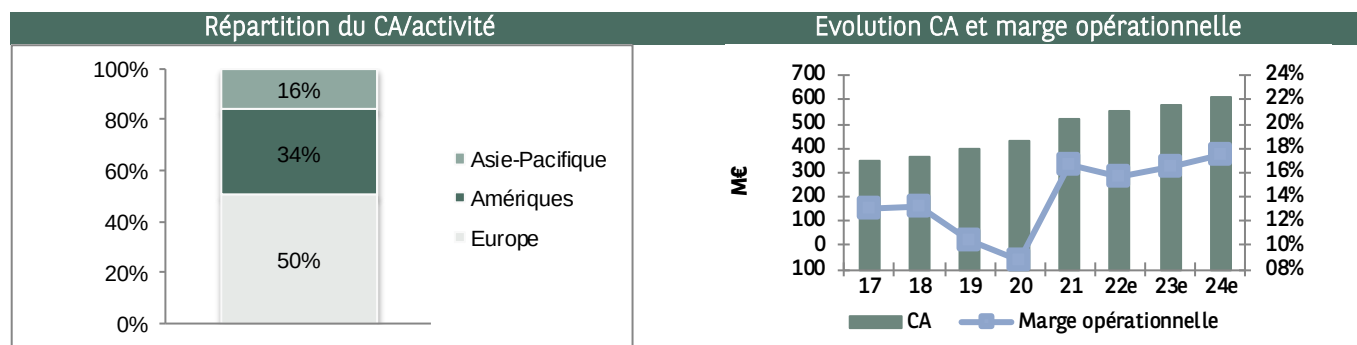
Objectif de 138,2€/action (½ DCF : 140,8€ ; ½ peers : 135,6€) auquel nous appliquons une prime ESG de +10% (correspondant à une notation PZP >70%).

VETOQUINOL

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	352,2	367,9	396,0	427,5	521,3	552,6	580,2	609,2
var. n/n-1	0,5%	4,5%	7,6%	8,0%	22,0%	6,0%	5,0%	5,0%
var. organique	1,0%	5,8%	3,3%	5,8%	13,8%	5,0%	5,0%	5,0%
EBE	58,2	61,4	66,1	83,5	120,7	122,0	132,2	144,9
ROC	46,0	48,4	45,9	56,2	86,8	86,7	95,8	106,7
var. n/n-1	9,4%	5,3%	-5,2%	22,4%	54,5%	-0,1%	10,4%	11,4%
ROP	45,7	48,2	40,9	37,1	86,3	86,2	95,2	106,1
RCAI	43,3	48,6	40,7	35,6	86,5	86,8	95,6	106,8
IS	-3,2	-6,5	-7,4	-11,9	-19,2	-14,4	-15,7	-16,4
RN Pdg publié	34,8	36,3	28,6	19,2	62,9	63,8	69,9	78,4
RN Pdg corrigé	35,1	36,4	31,4	29,4	63,3	64,1	70,4	78,8
var. n/n-1	20,0%	3,5%	-13,7%	-6,3%	+ / ++	1,4%	9,7%	12,0%
Tmva CA 2019 / 2023e	10,0%							
Marge brute (%)	68,3%	69,3%	68,6%	69,8%	69,8%	72,3%	73,3%	73,9%
Marge opérationnelle (%)	13,0%	13,1%	10,3%	8,7%	16,6%	15,6%	16,4%	17,4%
Marge nette (%)	10,0%	9,9%	7,9%	6,9%	12,1%	11,6%	12,1%	12,9%
Taux IS (%)	7,3%	13,4%	18,2%	33,5%	22,2%	16,5%	16,4%	15,4%
Frais de personnel / CA (%)	31,5%	31,3%	31,0%	30,5%	28,3%	29,2%	29,5%	29,5%
CA/effectif (K€)	166	173	167	178	209	-	-	-
var. n/n-1	-1,2%	3,9%	-3,3%	6,7%	17,4%	-	-	-
Effectif moyen	2 120	2 132	2 372	2 400	2 492	-	-	-
var. n/n-1	1,7%	0,6%	11,3%	1,2%	3,8%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	335,7	363,1	386,4	371,7	441,3	495,4	554,8	621,4
Dettes financières nettes	-97,6	-111,0	-72,4	-4,6	-53,6	-77,8	-134,6	-198,4
Autres	17,1	16,6	19,1	21,0	18,9	18,9	18,9	18,9
Capitaux investis	255,3	268,7	332,7	388,2	406,7	436,7	439,3	442,1
Immobilisations nettes	184,8	191,5	254,1	338,9	350,9	349,2	347,5	345,6
dont écarts d'acquisition	118,4	123,6	172,4	254,9	262,0	262,0	262,0	262,0
dont financières	11,8	11,7	11,0	11,8	14,4	20,0	25,8	31,9
BFR	70,5	77,2	78,5	49,3	55,8	87,5	91,9	96,5
Actif économique	255,3	268,7	332,7	388,2	406,7	436,7	439,3	442,1
Gearing (%)	-29,1%	-30,6%	-18,8%	-1,2%	-12,1%	-15,7%	-24,2%	-31,9%
BFR/CA (%)	20,0%	21,0%	19,8%	11,5%	10,7%	15,8%	15,8%	15,8%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	10,4%	10,0%	7,4%	5,2%	14,3%	12,9%	12,6%	12,6%
ROACE (%) après IS normé	14,4%	13,9%	10,6%	8,3%	15,8%	15,0%	16,0%	17,7%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	40,0	48,8	51,3	70,8	93,4	84,8	92,0	101,5
Variation BFR	1,3	-10,9	0,7	21,4	-3,6	-31,7	-4,4	-4,6
Investissements industriels	-11,1	-11,3	-9,4	-10,3	-13,8	-13,8	-14,5	-15,2
% du CA	3,1%	3,1%	2,4%	2,4%	2,7%	2,5%	2,5%	2,5%
Cash Flow Libre	30,1	26,6	42,6	81,9	75,9	39,3	73,1	81,7
Cessions d'actifs	-0,9	-3,4	-50,1	0,2	-1,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-3,7	-3,0	-5,0	-135,0	-18,7	-5,5	-5,8	-6,1
Dividendes	-5,1	-5,5	-5,7	-4,5	-5,9	-9,6	-10,5	-11,8
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-1,9	-1,3	-20,3	-10,4	-1,3	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-18,6	-13,4	38,5	67,8	-49,0	-24,1	-56,8	-63,8
Dettes financières nettes	-97,6	-111,0	-72,4	-4,6	-53,6	-77,8	-134,6	-198,4



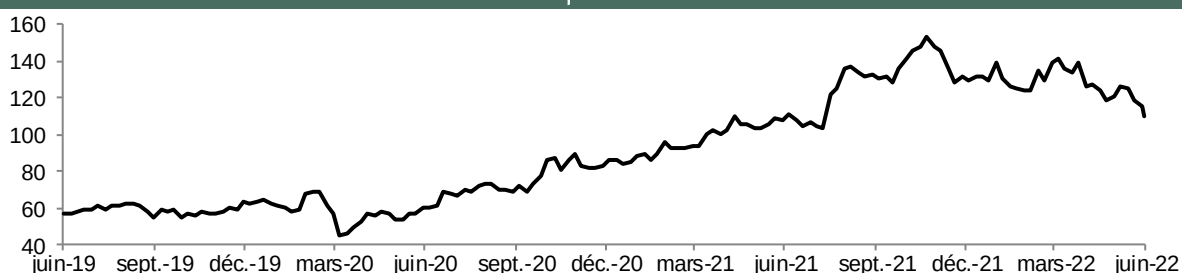
VETOQUINOL

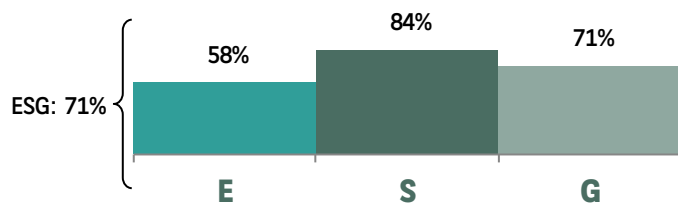
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	2,93	3,05	2,41	1,62	5,32	5,39	5,91	6,62
var. n/n-1	20,0%	3,5%	-13,7%	-5,9%	+ / ++	1,4%	9,7%	12,0%
CFPA	3,4	4,1	4,3	6,0	7,9	7,2	7,8	8,6
ANPA	28,2	30,6	32,5	31,4	37,3	41,9	46,9	52,5
Dividende net (versé en n+1)	0,46	0,48	0,38	0,50	0,80	0,81	0,89	1,00
Payout (%)	15,6%	15,7%	14,4%	20,1%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	22,5%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	15,8%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	17,5	17,1	21,6	27,1	21,6	20,3	18,5	16,5
PCF (x)	15,4	12,8	13,2	11,3	14,6	15,4	14,2	12,8
PAN (x)	1,8	1,7	1,8	2,1	3,1	2,6	2,3	2,1
VE/CA (x)	1,5	1,4	1,5	1,9	2,5	2,2	2,0	1,8
VE/EBE (x)	8,9	8,3	9,1	9,5	10,9	10,1	8,9	7,7
VE/ROP (x)	11,3	10,6	14,8	21,4	15,3	14,3	12,3	10,5
Free Cash Flow Yield (%)	4,9%	4,3%	6,3%	10,3%	5,6%	3,0%	5,6%	6,3%
Rendement (%)	0,8%	0,9%	0,8%	0,6%	0,4%	0,7%	0,7%	0,8%
Capitalisation (M€)	614,3	623,1	676,3	799,9	1 369,8	1 309,4	1 309,4	1 309,4
Valeur d'Entreprise (VE)	516,8	512,2	603,5	795,4	1 316,2	1 231,7	1 174,9	1 111,1
Cours de référence (€)	51,7	52,4	56,9	67,3	115,3	110,2	110,2	110,2
Nb de titres (Mio)	11,882	11,882	11,882	11,882	11,882	11,882	11,882	11,882
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	-0,2%	-0,3%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Date d'introduction	16/11/2006							
Cours d'introduction ajusté	21,0 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22	24
CA T1	86,1	87,6	90,9	103,4	127,9	135,0	-
CA T2	89,6	90,3	92,9	92,7	127,4		-
CA S1	177,7	177,9	183,8	196,1	255,3		-
ROP S1	20,6	20,5	17,9	23,0	50,1		-
RN pdg corrigé S1	14,4	15,9	12,8	15,8	36,2		-
Marge opérationnelle S1	11,6%	11,5%	9,7%	11,7%	19,6%		-
Marge nette S1	8,1%	8,9%	6,9%	8,1%	14,2%		-
CA T3	88,3	90,2	100,1	114,5	132,3		-
CA T4	88,2	99,9	112,1	116,9	133,7		-
CA S2	174,5	190,1	212,2	231,4	266,0		-
ROP S2	25,1	30,5	26,0	31,8	36,5		-
RN pdg corrigé S2	20,8	23,2	21,9	31,8	36,5		-
Marge opérationnelle S2	14,4%	16,0%	12,2%	13,7%	13,7%		-
Marge nette S2	11,9%	12,2%	10,3%	13,7%	13,7%		-
<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>							
CA T1	0,3%	1,7%	3,8%	13,8%	23,7%	5,6%	-
CA T2	3,7%	0,7%	2,9%	-0,2%	37,4%		-
CA T3	3,6%	2,2%	11,0%	14,3%	15,5%		-
CA T4	-5,0%	13,2%	12,2%	4,3%	14,4%		-
CA S1	3,2%	0,1%	3,3%	6,7%	30,2%		-
CA S2	-2,0%	8,9%	11,6%	9,0%	15,0%		-
ROP S1	3,3%	-0,5%	-12,6%	28,4%	+ / ++		-
ROP S2	24,9%	21,6%	-14,9%	22,4%	14,8%		-

Historique de cours





VETOQUINOL

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	27,4	22,6	19,7	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	45%	45%	46%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	En 2020, Vetoquinol répondait à 83% à ses objectifs fixés par la loi en termes de handicap.
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	92%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	11%	8,2%	9,4%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Oui	Nombreuses filiales : USA, Canada, Brésil, Inde, Belgique, Hollande, Scandinavie et République tchèque.
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	50 078	55 746	54 140	1% du capital
Taux d'absentéisme	4,8%	4,2%	4,3%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	4,2	2,6	3,6	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	Oui	Middlednext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	8	8	8	
<i>dont indépendants</i>	4	4	4	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	97%	100%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	Pour structurer le pilotage des risques, le groupe a mis à jour en 2020 son processus de cartographie des risques à travers l'identification, l'évaluation et la revue de leur maîtrise au travers des plans d'action.
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	78%	78%	78%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	14,2	13,4	17,9	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	ND	ND	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	90%	98%	98%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

VILMORIN

Agro-alimentaire



Cours : 41,60€ 14 Jun 2022

Objectif : 71,40€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0000052516 / RIN
Reuters / Bloomberg VILM.PA / RIN:FP
Indice CAC Small
Eligibilité PEA-PME Non

Capitalisation (M€) **953,4**
Flottant (%) 5,7%
Nbre de Titres (Mio) 22,917
Date de clôture 30-Jun

Actionnariat
Groupe Limagrain 70,2%
BPI 5,7%
Autocontrôle 0,0%
Public 24,1%

	20	21e	22e
PER	12,6	10,6	6,6
PCF	4,3	2,8	2,4
VE/CA	1,4	1,2	1,1
VE/ROP	16,6	15,6	10,9
PAN	0,9	0,7	0,7
Rendement	1,9%	3,8%	4,8%
Free Cash Flow Yield	7,4%	9,5%	15,8%
ROACE	5,9%	5,2%	7,1%

	20	21e	22e
CA	1 476,6	1 558,2	1 620,5
CA précédent	1 476,6	1 558,2	1 620,5
var. n/n-1	2,9%	5,5%	4,0%
EBE	367,2	367,0	413,3
ROC	131,4	116,2	157,2
% CA	8,9%	7,5%	9,7%
ROP	127,4	116,5	157,2
% CA	8,6%	7,5%	9,7%
RN Pdg publié	92,3	90,1	143,5
% CA	6,3%	5,8%	8,9%

	20	21e	22e
BNPA	4,03	3,93	6,26
BNPA précédent	4,03	3,93	6,26
var. n/n-1	39,4%	-2,4%	59,3%
BNPA Cor	4,14	3,92	6,26
ANPA	55,9	58,3	62,5
Dividende net	1,60	2,00	2,40

	20	21e	22e
DFN	871,6	817,6	712,9

Nicolas Montel, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 59 10
nicolas.montel@bnpparibas.com

Un leader mondial des semences

Activité

Quatrième semencier mondial, Vilmorin opère sur le marché des semences potagères (47% CA, n°1 mondial) et des semences de grandes cultures (49% CA, n°6 mondial) à destination d'une clientèle professionnelle internationale. Le solde du chiffre d'affaires (4%) concerne l'activité grand public de produits de jardin. Le groupe maîtrise l'ensemble des étapes du métier de la semence (recherche, production, transformation, commercialisation et distribution).

Marché / Concurrence

Estimé à 41Mds\$ en 2020, le marché mondial des semences commerciales affiche une croissance de +3,4%/an sur 10 ans. Les moteurs de la croissance sont multiples : 1/ croissance démographique, évolution des habitudes de consommation, utilisation des agro-carburants, 2/ accroissement de l'utilisation des semences commerciales en substitution des semences de ferme et 3/ progression régulière de l'utilisation des semences génétiquement modifiées. Dynamisé par l'innovation, le marché se concentre autour de grands opérateurs (Bayer/Monsanto, Corteva, Syngenta, KWS).

Stratégie / Perspectives

Vilmorin a développé un modèle spécifique alliant : 1/ une forte innovation (R&D > 17% CA) permettant des gains de parts de marché et une amélioration de la rentabilité et 2/ une internationalisation croissante. Pour rester dans la course qui s'est engagée avec les autres grands concurrents, le développement du groupe s'est historiquement basé sur une conjugaison de croissance organique et externe impliquant des acquisitions, des alliances stratégiques et des partenariats. Nous prévoyons aux cours des prochaines années une poursuite de la croissance et une amélioration des marges compte tenu du trend de croissance du marché des semences et des solides positions de Vilmorin.

Valorisation

Nous valorisons Vilmorin par DCF à 68,0€ auquel nous ajoutons une prime ESG de 5%.

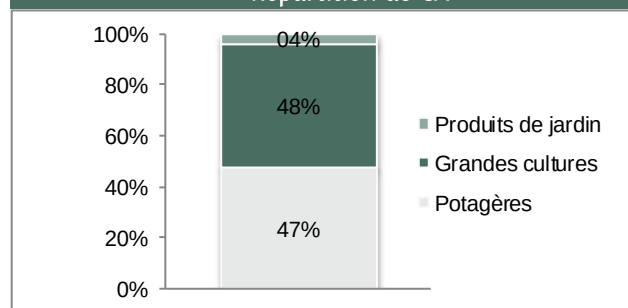
VILMORIN

Exploitation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
CA	1 414,0	1 346,0	1 390,7	1 435,2	1 476,6	1 558,2	1 620,5	1 680,5
var. n/n-1	6,7%	-4,8%	3,3%	3,2%	2,9%	5,5%	4,0%	3,7%
var. organique	6,7%	0,7%	3,2%	2,7%	8,0%	5,0%	4,0%	3,7%
EBE	316,5	296,6	321,8	347,9	367,2	367,0	413,3	434,2
ROC	130,6	96,7	116,3	111,9	131,4	116,2	157,2	168,6
var. n/n-1	17,3%	-26,0%	20,3%	-3,7%	17,4%	-11,6%	35,3%	7,3%
ROP	118,3	97,1	111,0	109,8	127,4	116,5	157,2	168,6
RCAI	93,8	59,1	66,0	56,5	80,5	87,5	137,2	148,6
IS	-37,6	-5,5	-14,1	-6,9	-13,4	-14,5	-22,8	-24,7
RN Pdg publié	86,9	74,1	73,9	66,2	92,3	90,1	143,5	154,8
RN Pdg corrigé	110,3	64,5	75,5	57,7	94,8	89,9	143,5	154,8
var. n/n-1	29,1%	-41,5%	17,0%	-23,6%	64,4%	-5,2%	59,7%	7,9%
Tmva CA 2018 / 2022e	3,9%							
Marge brute (%)	48,6%	48,9%	48,8%	49,8%	49,3%	48,3%	49,4%	49,4%
Marge opérationnelle (%)	8,4%	7,2%	8,0%	7,7%	8,6%	7,5%	9,7%	10,0%
Marge nette (%)	7,8%	4,8%	5,4%	4,0%	6,4%	5,8%	8,9%	9,2%
Taux IS (%)	40,1%	9,3%	21,4%	12,2%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%
Frais de personnel / CA (%)	28,4%	30,0%	29,9%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%
CA/effectif (K€)	216	202	203	203	208	-	-	-
var. n/n-1	4,7%	-6,1%	0,3%	0,2%	2,4%	-	-	-
Effectif moyen	6 560	6 653	6 850	7 054	7 089	-	-	-
var. n/n-1	1,9%	1,4%	3,0%	3,0%	0,5%	-	-	-

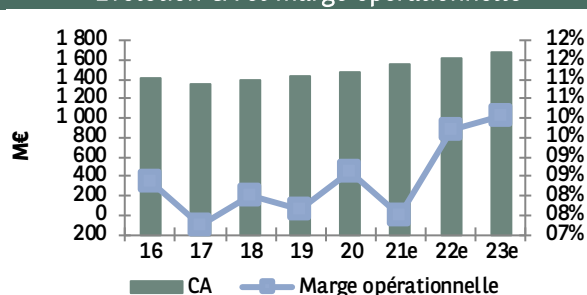
Bilan	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Fonds propres Pdg	1 196,7	1 195,0	1 235,9	1 214,8	1 281,2	1 334,7	1 432,4	1 532,2
Dettes financières nettes	713,9	765,9	912,0	937,7	871,6	817,6	712,9	602,8
Autres	-171,8	-188,6	-226,8	-292,0	-341,3	-341,3	-341,3	-341,3
Capitaux investis	1 850,6	1 882,0	2 009,1	1 875,5	1 859,3	1 860,6	1 856,6	1 849,4
Immobilisations nettes	1 741,1	1 710,4	1 869,9	1 934,0	1 968,1	1 947,8	1 927,3	1 904,3
dont écarts d'acquisition	333,0	333,0	333,0	333,0	333,0	333,0	333,0	333,0
dont financières	382,5	358,6	402,8	472,5	499,5	499,5	499,5	499,5
BFR	492,0	530,2	542,0	414,0	390,7	412,3	428,8	444,7
Actif économique	1 850,6	1 882,0	2 009,1	1 875,5	1 859,3	1 860,6	1 856,6	1 849,4
Gearing (%)	54,6%	58,7%	68,9%	76,2%	65,6%	59,1%	48,0%	38,0%
BFR/CA (%)	34,8%	39,4%	39,0%	28,8%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%
Dettes financières nettes/EBE (x)	2,3	2,6	2,8	2,7	2,4	2,2	1,7	1,4
ROE (%)	7,3%	6,2%	6,0%	5,4%	7,2%	6,8%	10,0%	10,1%
ROACE (%) après IS normé	5,3%	3,9%	4,5%	4,0%	5,9%	5,2%	7,1%	7,6%

Financement	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Cash Flow	293,3	264,7	237,5	280,3	279,0	342,8	402,5	423,5
Variation BFR	-32,2	-63,8	-9,9	58,6	50,0	-21,6	-16,5	-15,9
Investissements industriels	-207,3	-222,9	-222,0	-227,9	-241,0	-230,6	-235,5	-242,5
% du CA	14,7%	16,6%	16,0%	15,9%	16,3%	14,8%	14,5%	14,4%
Cash Flow Libre	53,8	-22,0	5,6	111,0	88,0	90,6	150,5	165,1
Cessions d'actifs	6,8	3,4	33,2	5,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-0,1	-1,5	-124,0	0,0	-19,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-24,9	-35,3	-30,7	-31,7	-18,0	-36,7	-45,8	-55,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	-2,2	0,7	8,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-7,2	3,4	-28,0	-111,5	7,1	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-28,4	52,0	146,1	25,7	-66,1	-54,0	-104,7	-110,1
Dettes financières nettes	713,9	765,9	912,0	937,7	871,6	817,6	712,9	602,8

Répartition du CA



Evolution CA et marge opérationnelle



VILMORIN

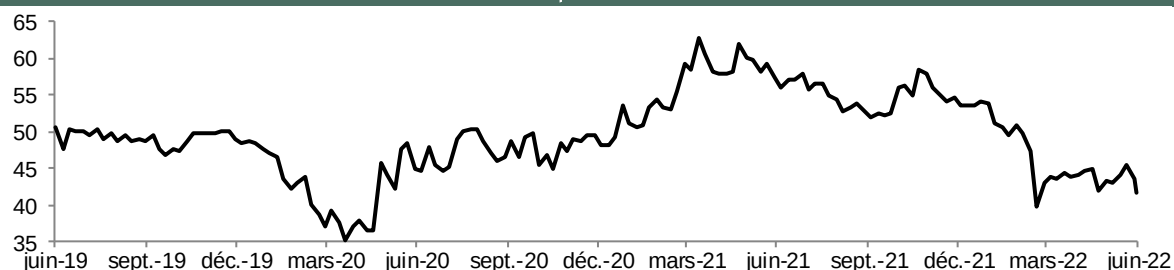
Données par action	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
BNPA	4,17	3,56	3,23	2,89	4,03	3,93	6,26	6,76
var. n/n-1	29,1%	-41,5%	6,3%	-23,6%	64,4%	-5,2%	59,7%	7,9%
CFPA	14,1	12,7	10,4	12,2	12,2	15,0	17,6	18,5
ANPA	57,5	57,4	53,9	53,0	55,9	58,3	62,5	66,9
Dividende net (versé en n+1)	1,60	1,35	1,35	1,00	1,60	2,00	2,40	2,60
Payout (%)	30,2%	43,6%	41,0%	39,7%	38,7%	51,0%	38,3%	38,5%
Tmva BNPA 2018 / 2022e	17,4%							
Tmva CFPA 2018 / 2022e	14,1%							

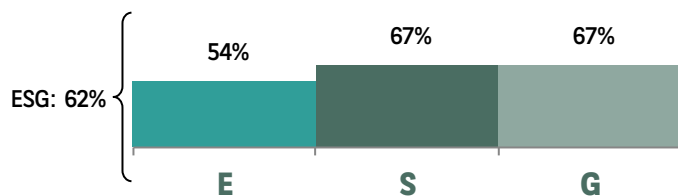
Valorisation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
PER (x)	10,8	22,0	15,8	18,2	12,6	10,6	6,6	6,2
PCF (x)	4,1	5,4	5,0	3,7	4,3	2,8	2,4	2,3
PAN (x)	1,0	1,2	1,0	0,9	0,9	0,7	0,7	0,6
VE/CA (x)	1,4	1,7	1,6	1,4	1,4	1,2	1,1	1,0
VE/EBE (x)	6,4	7,7	6,8	5,8	5,8	5,0	4,2	3,7
VE/ROP (x)	17,0	23,7	19,8	18,2	16,6	15,6	10,9	9,6
Free Cash Flow Yield (%)	4,5%	-1,5%	0,5%	10,6%	7,4%	9,5%	15,8%	17,3%
Rendement (%)	1,9%	2,3%	2,6%	2,9%	1,9%	3,8%	4,8%	5,8%
Capitalisation (M€)	1 190,5	1 422,3	1 194,6	1 050,2	1 197,1	953,4	953,4	953,4
Valeur d'Entreprise (VE)	2 016,2	2 297,9	2 194,6	2 002,9	2 116,5	1 820,6	1 718,9	1 611,9
Cours de référence (€)	57,1	68,3	52,1	45,8	52,2	41,6	41,6	41,6
Nb de titres (Mio)	20,834	20,834	22,917	22,917	22,917	22,917	22,917	22,917
Nb de titres corrigé (Mio)	20,826	20,828	22,911	22,911	22,908	22,908	22,908	22,908
% de la dilution	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	03/11/1993							
Cours d'introduction ajusté	-							

Données intermédiaires	16	17	18	19	20	21
CA T1	232,0	207,6	207,5	231,9	234,4	258,4
CA T2	271,0	252,5	252,9	258,9	291,3	308,8
CA S1	503,0	460,1	460,4	490,8	525,7	567,2
ROP S1	-18,5	-42,4	-40,5	-47,7	-5,5	5,7
RN pdg corrigé S1	-53,4	-85,1	-37,9	-61,7	-30,1	-40,6
Marge opérationnelle S1	-3,7%	-9,2%	-8,8%	-9,7%	-1,0%	1,0%
Marge nette S1	-10,6%	-18,5%	-8,2%	-12,6%	-5,7%	-7,2%
CA T3	567,2	528,0	541,4	571,4	579,9	591,2
CA T4	344,0	357,7	388,7	373,1	371,0	
CA S2	911,0	885,9	930,3	944,5	950,9	
ROP S2	136,8	139,5	133,8	157,5	132,9	
RN pdg corrigé S2	190,2	164,3	113,4	119,3	124,9	
Marge opérationnelle S2	15,0%	15,7%	14,4%	16,7%	14,0%	
Marge nette S2	20,9%	18,5%	12,2%	12,6%	13,1%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	10,6%	-10,5%	0,0%	11,8%	1,1%	10,3%
CA T2	9,9%	-6,8%	0,2%	2,4%	12,5%	6,0%
CA T3	6,4%	-6,9%	2,5%	5,5%	1,5%	1,9%
CA T4	2,6%	4,0%	8,7%	-4,0%	-0,6%	
CA S1	10,2%	-8,5%	0,1%	6,6%	7,1%	7,9%
CA S2	4,9%	-2,8%	5,0%	1,5%	0,7%	
ROP S1	- / -	+ / +	- / -	- / -	- / -	- / +
ROP S2	-1,6%	2,0%	-4,1%	17,7%	-15,6%	

Historique de cours





VILMORIN

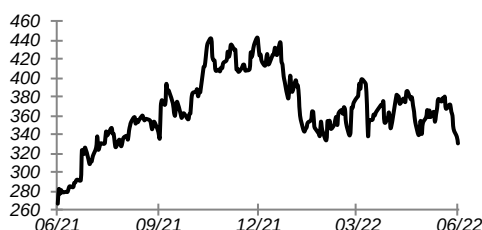
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	40,0	40,5	40,9	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	38%	36%	38%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	Données non calculées au niveau de Vilmorin , Cie consolidé
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	2,3%	2,5%	1,9%	En France
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	73%	80%	90%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	12%	9,4%	9,6%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Non	Non	Non	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	0	0	0	
Taux d'absentéisme	5,7%	5,2%	5,5%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	6,2	4,4	4,2	
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	Oui	Code de gouvernement d'entreprise Middlednext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	7	7	
<i>dont indépendants</i>	2	2	2	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	94%	98%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Oui	Oui	Oui	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	85%	86%	82%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	Démarche en cours
Ratio d'équité (salaire médian)	6,5	6,4	6,1	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	Signature de la charte « Relations Fournisseurs Responsables »
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Non	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	90%	92%	90%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

VIRBAC

Santé



Cours : 330,50€ 14 Juin 2022

Objectif : 421,20€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0000031577 / VIRP
Reuters / Bloomberg VIRB.PA / VIRP:FP
Indice CAC Small
Éligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **2 795,4**
Flottant (%) 49,6%
Nbre de Titres (Mio) 8,458
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Groupe familial Dick 49,7%
Plan d'épargne entreprise 0,6%
Public 49,6%
Autocontrôle 0,1%

	21	22e	23e
PER	22,0	22,4	18,7
PCF	16,7	16,5	14,3
VE/CA	2,4	2,3	2,0
VE/ROP	15,2	15,3	12,2
PAN	3,6	3,3	2,9
Rendement	0,2%	0,4%	0,5%
Free Cash Flow Yield	3,5%	3,1%	5,8%
ROACE	18,0%	17,6%	20,5%

CA	1 064,1	1 170,5	1 240,7
CA précédent	1 064,1	1 154,5	1 223,8
var. n/n-1	13,9%	10,0%	6,0%
EBE	209,7	224,4	260,1
ROC	169,0	173,1	205,9
% CA	15,9%	14,8%	16,6%
ROP	167,8	173,1	205,9
% CA	15,8%	14,8%	16,6%
RN Pdg publié	113,3	119,1	142,2
% CA	10,6%	10,2%	11,5%

BNPA	13,45	14,14	16,88
BNPA précédent	13,47	13,70	16,67
var. n/n-1	-17,6%	5,1%	19,4%
BNPA Cor	14,16	14,78	17,64
ANPA	86,1	99,0	114,1
Dividende net	1,25	1,76	2,10
DFN	-73,8	-144,8	-285,0

Gaétan Calabro, Analyste Financier
+33 (0)2 40 44 94 68
gaetan.calabro@bnpparibas.com

La géo-extension en ligne de mire

Activité

Créé en 1968 par Pierre-Richard Dick, Virbac est le 6^e laboratoire pharmaceutique mondial dédié à la santé animale. La société est spécialisée dans la recherche, la production et la commercialisation de médicaments vétérinaires (vaccins, antibiotiques, antiparasitaires, anti-inflammatoires, dermatologie, dentaire, diagnostics et nutrition) essentiellement pour 1/ les animaux de compagnie (57% CA) et 2/ les animaux d'élevage (43% CA).

Marché / Concurrence

Si les chiffres d'affaires des médicaments n'atteignent pas ceux de la santé humaine (blockbusters >1Md\$ en santé humaine vs. 100M\$ « seulement » en santé animale), la médecine animale reste une activité moins risquée avec des coûts de R&D plus faibles et une probabilité plus élevée de donner naissance à un nouveau traitement. De même, l'importance donnée à l'image de marque pour ces traitements financés directement par les propriétaires d'animaux est telle que les génériques grignotent de très faibles parts de marché sur les médicaments principaux. Ce marché estimé à 35Mds\$ (+3/+5% de croissance annuelle), à la fois dominé par le segment « rente » (60%) et la zone Amériques (47%), a fait l'objet d'une consolidation massive sur la dernière décennie compte-tenu d'un désengagement des principaux acteurs de la santé humaine (« Big Pharma »). La dernière opération en date est la reprise par Elanco (4^e acteur mondial) de la division santé animale de Bayer (5^e) pour 6,9Mds€ (c.4,6xVE/CA, c.18,8xVE/EBITDA).

Stratégie / Perspectives

L'expansion géographique des produits plus matures pour lesquels Virbac dispose d'une expertise reconnue est au cœur de sa stratégie. Après l'entrée aux USA sur le segment production fin 2021 (approbation FDA de TULISSIN®) et nutrition pour animaux de compagnie début 2022 (lancement de VETERINARY HPM™ Spay & Neuter), Virbac entend poursuivre son développement sur le marché nord-américain avec différents lancements attendus dans les prochains mois (anesthésiant ZOLETIL®, un antiparasitaire et un anti-inflammatoire pour animaux de compagnie, etc.). À moyen-terme, son ambition est d'être présent sur les trois segments (compagnie/production/petfood) afin d'être véritablement différenciant auprès des principaux distributeurs. Par ailleurs, les leviers semblent nombreux en Chine (second marché mondial ; c.7Mds€) : AMM obtenus (segment parasitaire) et en cours (vaccins), recherche active de cibles M&A, entrée sur le marché petfood dès 2023-24, etc. Le groupe table pour 2022 sur : 1/ un marché plus normalisé après une année 2021 qualifiée d'exceptionnelle (objectif de croissance organique +5/+10%) avec 2/ une marge d'EBITA anticipée autour de 15% à tcc (malgré une hausse de 1pt de CA en R&D). Malgré l'environnement inflationniste et cette normalisation du marché, le groupe conserve du pricing power sur l'ensemble des gammes (avec néanmoins moins d'élasticité-prix en petfood). Par ailleurs, la dynamique M&A pourrait être un catalyseur pour le titre dans les prochains mois. D'ici 2025-30, le groupe vise un objectif de 20% de marge d'EBITA.

Valorisation

Objectif de 382,9€/action (½ DCF : 407,2€ ; ½ peers : 358,6€) auquel nous appliquons une prime ESG de +10%.

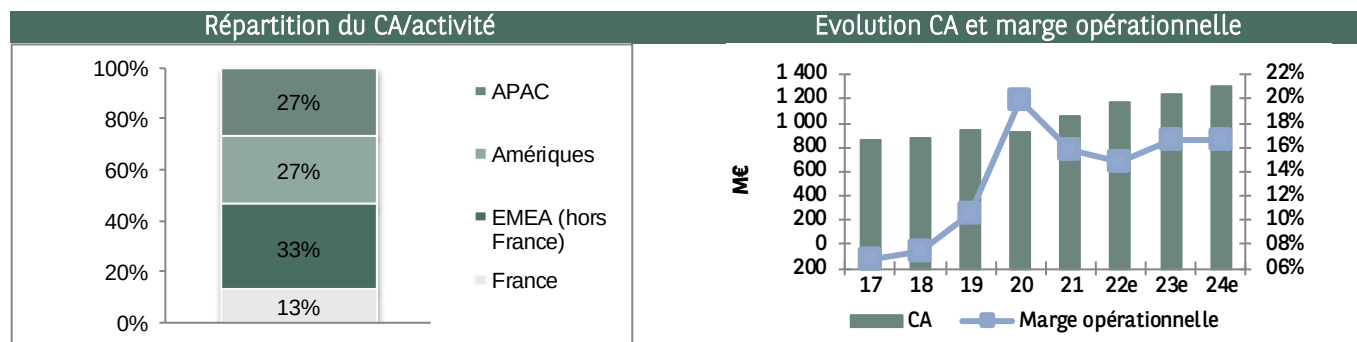
La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 10/06/2022 - 16:41 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 16/06/2022 - 08:27p (GMT+1).

VIRBAC

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	861,9	868,9	938,3	934,2	1 064,1	1 170,5	1 240,7	1 302,8
var. n/n-1	-1,1%	0,8%	8,0%	-0,4%	13,9%	10,0%	6,0%	5,0%
var. organique	-0,6%	4,6%	6,6%	5,7%	18,4%	8,5%	6,0%	5,0%
EBE	106,9	116,8	160,6	169,1	209,7	224,4	260,1	273,0
ROC	64,4	73,0	107,4	120,6	169,0	173,1	205,9	216,4
var. n/n-1	-3,0%	13,4%	47,1%	12,3%	40,2%	2,4%	19,0%	5,1%
ROP	58,0	65,0	98,0	185,7	167,8	173,1	205,9	216,4
RCAI	40,2	40,9	77,7	175,3	159,2	163,7	196,0	205,9
IS	-39,2	-20,4	-23,4	-33,8	-43,6	-42,1	-50,9	-53,4
RN Pdg publié	-2,6	20,1	51,5	137,5	113,3	119,1	142,2	149,4
RN Pdg corrigé	6,3	25,9	63,9	93,5	119,2	124,5	148,6	156,1
var. n/n-1	-84,1%	+/+	+/+	46,4%	27,5%	4,4%	19,4%	5,1%
Tmva CA 2019 / 2023e	7,2%							
Marge brute (%)	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Marge opérationnelle (%)	6,7%	7,5%	10,4%	19,9%	15,8%	14,8%	16,6%	16,6%
Marge nette (%)	0,7%	3,0%	6,8%	10,0%	11,2%	10,6%	12,0%	12,0%
Taux IS (%)	97,5%	49,8%	30,2%	19,3%	27,4%	25,7%	26,0%	25,9%
Frais de personnel / CA (%)	30,5%	30,8%	29,9%	29,8%	27,4%	26,6%	26,8%	26,8%
CA/effectif (K€)	179	178	192	190	208	-	-	-
var. n/n-1	-0,6%	-0,6%	7,9%	-0,6%	9,2%	-	-	-
Effectif moyen	4 824	4 893	4 897	4 907	5 120	-	-	-
var. n/n-1	-0,6%	1,4%	0,1%	0,2%	4,3%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	436,3	460,3	517,8	620,9	724,9	833,5	960,7	1 092,4
Dettes financières nettes	460,0	426,1	368,4	-63,4	-73,8	-144,8	-285,0	-407,4
Autres	62,0	69,0	64,6	62,0	56,9	56,9	56,9	56,9
Capitaux investis	1 000,9	991,0	984,9	653,7	708,3	748,6	738,8	751,4
Immobilisations nettes	876,7	865,3	872,4	539,7	576,5	612,0	618,2	624,7
dont écarts d'acquisition	617,3	604,7	585,0	280,0	289,3	289,3	289,3	289,3
dont financières	20,5	23,8	28,6	20,7	31,5	37,3	43,5	50,0
BFR	124,2	125,7	112,5	114,0	131,4	136,6	120,6	126,7
Actif économique	1 000,9	991,0	984,9	653,7	708,3	748,6	738,8	751,4
Gearing (%)	96,1%	85,9%	66,8%	-9,7%	-10,2%	-17,3%	-29,5%	-37,0%
BFR/CA (%)	14,4%	14,5%	12,0%	12,2%	12,3%	11,7%	9,7%	9,7%
Dettes financières nettes/EBE (x)	4,3	3,6	2,3	ns	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	ns	4,4%	10,0%	22,1%	15,6%	14,3%	14,8%	13,7%
ROACE (%) après IS normé	0,1%	3,7%	7,6%	11,9%	18,0%	17,6%	20,5%	21,5%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	62,5	70,0	106,4	120,7	156,5	168,6	195,0	204,9
Variation BFR	25,4	-3,1	9,6	-10,5	-30,2	-5,2	15,9	-6,0
Investissements industriels	-31,5	-25,8	-16,7	-22,5	-33,7	-76,1	-49,6	-52,1
% du CA	3,7%	3,0%	1,8%	2,4%	3,2%	6,5%	4,0%	4,0%
Cash Flow Libre	56,3	41,1	99,2	87,8	92,7	87,3	161,3	146,7
Cessions d'actifs	0,3	5,9	7,3	363,8	2,9	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-11,0	-7,2	-6,7	-1,8	-20,5	-5,9	-6,2	-6,5
Dividendes	-5,2	-4,8	-3,7	-3,7	-11,4	-10,6	-14,9	-17,8
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	46,6	-1,0	-38,4	-14,2	-53,3	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-87,1	-33,9	-57,7	-431,8	-10,4	-70,9	-140,2	-122,4
Dettes financières nettes	460,0	426,1	368,4	-63,4	-73,8	-144,8	-285,0	-407,4



VIRBAC

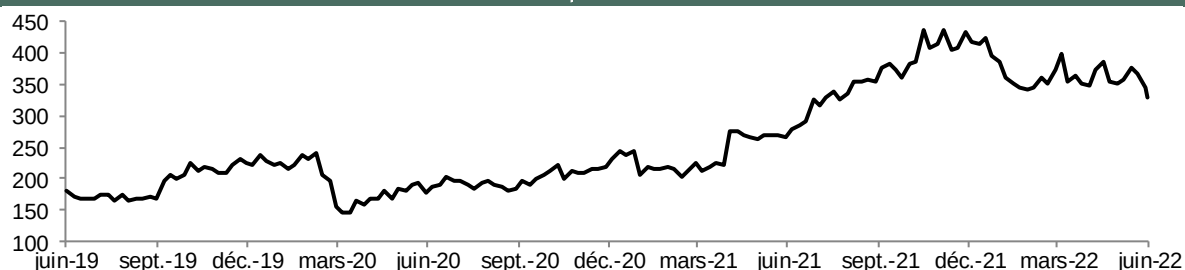
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-0,30	2,38	6,12	16,33	13,45	14,14	16,88	17,74
var. n/n-1	-84,1%	+ / ++	+ / ++	46,4%	27,5%	4,4%	19,4%	5,1%
CFPA	7,4	8,3	12,6	14,3	18,6	20,0	23,2	24,3
ANPA	51,6	54,4	61,5	73,7	86,1	99,0	114,1	129,7
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,75	1,25	1,76	2,10	2,21
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	6,8%	8,8%	11,9%	11,9%	11,9%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	23,5%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	16,4%							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	41,2	22,4	17,9	22,0	22,4	18,7	17,8
PCF (x)	19,1	15,2	13,5	13,9	16,7	16,5	14,3	13,6
PAN (x)	2,7	2,3	2,8	2,7	3,6	3,3	2,9	2,5
VE/CA (x)	2,0	1,8	2,0	1,8	2,4	2,3	2,0	1,8
VE/EBE (x)	15,9	13,1	11,5	9,8	12,2	11,8	9,7	8,8
VE/ROP (x)	29,3	23,5	18,8	8,9	15,2	15,3	12,2	11,1
Free Cash Flow Yield (%)	4,7%	3,9%	6,9%	5,2%	3,5%	3,1%	5,8%	5,3%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,4%	0,5%	0,6%
Capitalisation (M€)	1 195,8	1 066,9	1 437,2	1 679,0	2 629,3	2 795,4	2 795,4	2 795,4
Valeur d'Entreprise (VE)	1 698,3	1 528,6	1 839,7	1 649,9	2 555,7	2 653,5	2 516,5	2 397,5
Cours de référence (€)	141,4	126,1	169,9	198,5	310,9	330,5	330,5	330,5
Nb de titres (Mio)	8,458	8,458	8,458	8,458	8,458	8,458	8,458	8,458
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	-	-	-	-
% de la dilution	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Date d'introduction	01/01/1985							
Cours d'introduction ajusté	9,5 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22	24
CA T1	199,7	193,5	217,5	247,7	266,5	318,0	-
CA T2	237,8	236,6	246,2	230,6	262,9	-	-
CA S1	437,5	430,0	463,7	478,3	529,4	-	-
ROP S1	32,5	36,4	50,0	73,7	103,1	-	-
RN pdg corrigé S1	18,1	13,6	36,8	56,4	76,2	-	-
Marge opérationnelle S1	7,4%	8,5%	10,8%	15,4%	19,5%	-	-
Marge nette S1	4,1%	3,2%	7,9%	11,8%	14,4%	-	-
CA T3	192,7	204,2	233,6	235,6	288,2	-	-
CA T4	231,6	234,7	240,9	220,3	246,5	-	-
CA S2	424,3	439,0	474,6	455,9	534,7	-	-
ROP S2	25,5	28,6	48,0	112,0	64,7	-	-
RN pdg corrigé S2	-16,8	12,3	26,9	34,9	56,1	-	-
Marge opérationnelle S2	6,0%	6,5%	10,1%	24,6%	12,1%	-	-
Marge nette S2	-4,0%	2,8%	5,7%	7,7%	10,5%	-	-

<i>Taux de croissance (n/n-1)</i>							
CA T1	-5,5%	-3,1%	12,4%	13,9%	7,6%	19,3%	-
CA T2	8,8%	-0,5%	4,1%	-6,3%	14,0%	-	-
CA T3	-10,9%	6,0%	14,4%	0,9%	22,3%	-	-
CA T4	2,7%	1,3%	2,6%	-8,5%	11,9%	-	-
CA S1	1,8%	-1,7%	7,9%	3,1%	10,7%	-	-
CA S2	-4,0%	3,4%	8,1%	-3,9%	17,3%	-	-
ROP S1	3,2%	11,9%	37,3%	47,6%	39,8%	-	-
ROP S2	-31,9%	12,1%	67,8%	+ / ++	-42,3%	-	-

Historique de cours



VIRBAC



Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	23,7	22,5	19,6	
Politique de compensation des émissions CO2	ND	ND	ND	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Non	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	41%	41%	41%	
Index égalité salariale femmes / hommes	82	87	88	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	78%	85%	81%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	14%	10%	11%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	Trust Index Great Place to Work 2021 : 73% ÉpvÉ Par ailleurs, huit pays parmi les pays éligibles comptant plus de 50 employés (Mexique, Colombie, Uruguay, Brésil, Royaume-Uni, Allemagne, Inde et Vietnam) ont sollicité la certification Great Place to Work
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	78	88	63	0,74% du capital
Taux d'absentéisme	2,7%	2,8%	3,1%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	7,0	4,3	4,9	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	Afep-Medef
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	8	7	7	
<i>dont indépendants</i>	4	3	3	
<i>dont femmes</i>	4	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	86%	100%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	63%	66%	66%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	12,1	12,1	12,2	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	100%	100%	100%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

VOLTALIA

Energie



Cours : 19,28€ 14 Juin 2022

Objectif : 22,10€

CONSERVER (3)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0011995588 / VLTSA
Reuters / Bloomberg VLTSA PA / VLTSA:FP
Indice CAC Small
Eligibilité PEA-PME Non

Capitalisation (M€) **1 838,8**
Flottant (%) 27,5%
Nbre de Titres (Mio) 95,375
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Voltalia Invst (Famille Mulliez) 72,5%
Flottant 27,5%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	38,3
PCF	ns	21,8	12,2
VE/CA	6,3	6,2	5,8
VE/ROP	ns	ns	21,4
PAN	3,2	2,5	2,3
Rendement	0,0%	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-12,9%	-25,6%	-10,1%
ROACE	4,2%	4,5%	6,6%

CA	461,3	491,8	560,7
CA précédent	461,3	491,8	560,7
var. n/n-1	97,6%	6,6%	14,0%
EBE	137,6	173,6	258,7
ROC	66,4	87,6	154,4
% CA	14,4%	17,8%	27,5%
ROP	61,9	85,1	151,9
% CA	13,4%	17,3%	27,1%
RN Pdg publié	-1,3	0,1	48,0
% CA	-0,3%	0,0%	8,6%

BNPA	-0,01	0,00	0,50
BNPA précédent	-0,02	0,00	0,50
var. n/n-1	ns	ns	#####
BNPA Cor	-0,01	0,00	0,50
ANPA	7,0	7,7	8,3
Dividende net	0,00	0,00	0,00

DFN	758,6	1 228,9	1 414,0

Nicolas Royot, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
nicolas.royot@bnpparibas.com

L'EBITDA devrait doubler d'ici 2023

Activité

Voltalia est un pure player des énergies renouvelables, présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur (développement, construction, exploitation-maintenance, vente, production....). Le groupe bénéficie d'un portefeuille d'actifs de qualité basé sur une stratégie multi-pays, multi-filières et multi-business model. Voltalia est présent sur de nombreuses sources d'énergies renouvelables (éolien, solaire, biomasse, hydroélectrique, hybride...), même si l'éolien est à ce stade largement majoritaire (>85% de la production, >70% des capacités).

Marché / Concurrence

Le secteur des énergies renouvelables est en pleine croissance, profitant notamment de la baisse des coûts qui rend ces sources d'énergies compétitives. Au sein d'un secteur fortement concurrentiel (EDF Renouvelables, Engie, Quadran, Neoen...), Voltalia se distingue par 1/ une expertise forte sur chacun des métiers ; 2/ sa taille qui reste modeste par rapport aux acteurs tels qu'Engie ou EDF ; 3/ sa forte présence locale, à travers des implantations dédiées et des relations de proximité avec les acteurs locaux ; 4/ un positionnement sur des projets de taille raisonnable (<50MW généralement), non adressés par les majors ; 5/ une compétence particulière sur les sites isolés ; 6/ une expertise sur un large éventail de sources d'énergie.

Stratégie / Perspectives

Alors que la production éolienne au Brésil est la principale source de revenus de Voltalia, une diversification est en cours, tant géographique que technologique, et les pays émergents hors Brésil vont tirer la croissance. Pour autant, le cluster de Serra Branca au Brésil offre encore un potentiel significatif et cette stratégie sera dupliquée sur le nouveau cluster de Canudos. Fin 2021, 1 129MW sont en opération et 588MW en construction. Voltalia dispose d'un portefeuille de projets en développement, destinés à être conservés ou vendus avec des services de construction et de maintenance, de 11,1 GW (dont 900MW ont un contrat de rachat d'électricité), en augmentation de +1,4 GW en un an (+14%). Il est réparti entre Amérique latine (48%), Europe (40%) et Afrique (12%), et entre Solaire (67%), Éolien (31%) et autres technologies (2%). Le groupe vise des TRI equity supérieurs à 10% dans les pays développés et à 15% dans les pays émergents.

À horizon 2023, Voltalia ambitionne d'atteindre 275 à 300M€ d'EBITDA 2023 à des niveaux « normatifs » (ressource éolienne/solaire/hydraulique égale à la moyenne de très long terme et taux EUR/BRL de 6,3) et 2,6GW en exploitation ou construction fin 2023. Le groupe n'a pas donné d'objectif 2022, nous attendons un EBITDA de 186M€ puis de 272M€ en 2023. À noter que ces prévisions sont basées sur un taux EUR/BRL de 5,5, ce dernier étant bien mieux orienté ces dernières semaines. Sur la base de l'hypothèse de Voltalia (6,3), ces chiffres seraient respectivement de 174M€ et de 259M€, soit un niveau 2023 inférieur à la guidance.

Valorisation

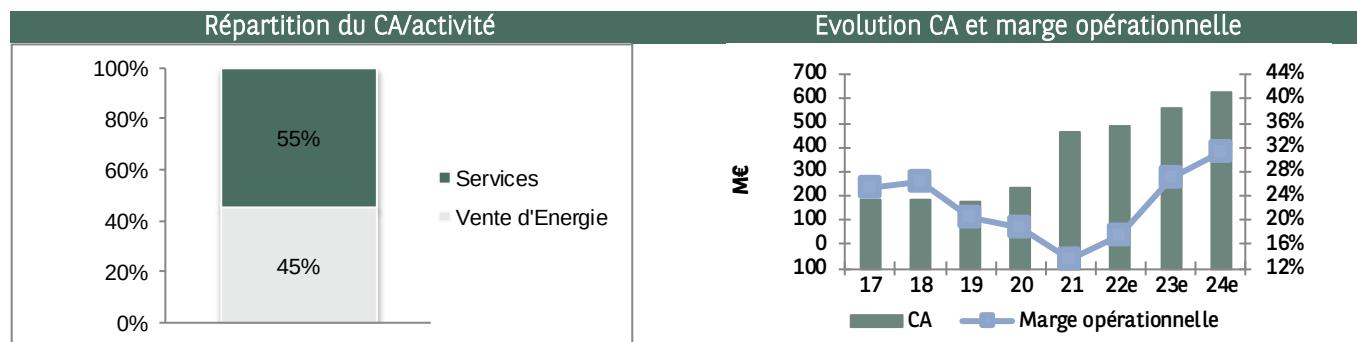
Objectif de cours 22,1€/action : DCF 21,4€, Comparables 18,8€ et Prime ESG 10%.

VOLTALIA

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	180,0	180,7	175,5	233,5	461,3	491,8	560,7	626,9
var. n/n-1	41,8%	0,3%	-2,9%	33,0%	97,6%	6,6%	14,0%	11,8%
var. organique	35,4%	0,3%	-2,9%	33,0%	97,6%	6,6%	14,0%	11,8%
EBE	71,6	76,2	65,1	97,5	137,6	173,6	258,7	319,0
ROC	44,5	47,1	36,1	50,9	66,4	87,6	154,4	197,6
var. n/n-1	20,8%	6,0%	-23,4%	40,8%	30,5%	32,0%	76,4%	27,9%
ROP	45,7	47,2	35,6	43,7	61,9	85,1	151,9	195,1
RCAI	9,3	17,3	7,8	11,0	18,0	26,4	82,9	116,8
IS	-6,0	-11,5	-5,0	-3,6	-17,4	-23,1	-31,4	-39,3
RN Pdg publié	0,6	8,5	4,6	7,9	-1,3	0,1	48,0	73,6
RN Pdg corrigé	0,6	8,5	4,6	7,9	-1,3	0,1	48,0	73,6
var. n/n-1	-65,5%	+/-	-45,6%	70,8%	+/-	-/+	+/-	53,2%
Tmva CA 2019 / 2023e	33,7%							
Marge brute (%)	79,1%	84,9%	94,5%	86,4%	74,0%	45,3%	55,8%	60,4%
Marge opérationnelle (%)	25,4%	26,1%	20,3%	18,7%	13,4%	17,3%	27,1%	31,1%
Marge nette (%)	0,3%	4,7%	2,6%	3,4%	-0,3%	0,0%	8,6%	11,7%
Taux IS (%)	64,5%	66,4%	63,5%	32,7%	96,3%	87,7%	37,8%	33,7%
Frais de personnel / CA (%)	-11,9%	-11,3%	-17,5%	-14,5%	-9,7%	-10,0%	-9,6%	-9,5%
CA/effectif (K€)	388	330	263	232	376	-	-	-
var. n/n-1	24,7%	-14,9%	-20,5%	-11,8%	62,2%	-	-	-
Effectif moyen	464	547	668	1 008	1 228	-	-	-
var. n/n-1	13,7%	17,9%	22,1%	50,9%	21,8%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	322,0	317,6	731,9	640,4	671,8	737,5	789,0	866,4
Dettes financières nettes	346,1	397,4	386,5	619,2	758,6	1 228,9	1 414,0	1 715,4
Autres	24,4	11,5	-8,2	10,7	-6,3	21,1	21,1	21,1
Capitaux investis	759,7	781,3	1 161,6	1 326,0	1 486,5	1 987,5	2 224,1	2 602,9
Immobilisations nettes	755,0	775,6	1 185,2	1 382,3	1 619,4	2 099,7	2 351,7	2 745,2
dont écarts d'acquisition	46,1	46,0	86,5	80,2	77,8	77,8	77,8	77,8
dont financières	18,8	24,3	29,7	24,6	30,2	2,8	2,8	2,8
BFR	23,5	30,0	6,1	-31,6	-102,7	-109,5	-124,8	-139,5
Actif économique	759,7	781,3	1 161,6	1 326,0	1 486,5	1 987,5	2 224,1	2 602,9
Gearing (%)	88,9%	106,7%	49,3%	88,9%	103,3%	166,6%	179,2%	198,0%
BFR/CA (%)	13,0%	16,6%	3,5%	-13,6%	-22,3%	-22,3%	-22,3%	-22,3%
Dettes financières nettes/EBE (x)	4,8	5,2	5,9	6,4	5,5	7,1	5,5	5,4
ROE (%)	0,2%	2,7%	0,6%	1,2%	ns	0,0%	6,1%	8,5%
ROACE (%) après IS normé	5,2%	5,5%	3,3%	3,7%	4,2%	4,5%	6,6%	7,4%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	30,6	41,6	0,0	66,0	52,9	84,3	150,8	193,9
Variation BFR	1,7	-12,0	15,0	20,1	78,9	6,8	15,3	14,7
Investissements industriels	-78,5	-105,1	-276,5	-326,6	-405,9	-561,3	-351,3	-510,0
% du CA	43,6%	58,2%	157,6%	139,9%	88,0%	114,1%	62,6%	81,4%
Cash Flow Libre	-46,3	-75,5	-261,5	-240,5	-274,1	-470,3	-185,1	-301,4
Cessions d'actifs	0,4	5,7	25,9	10,0	119,8	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	0,1	370,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	27,6	18,5	-123,9	-2,3	14,8	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	15,3	51,3	-10,9	232,7	139,5	470,3	185,1	301,4
Dettes financières nettes	346,1	397,4	386,5	619,2	758,6	1 228,9	1 414,0	1 715,4



VOLTALIA

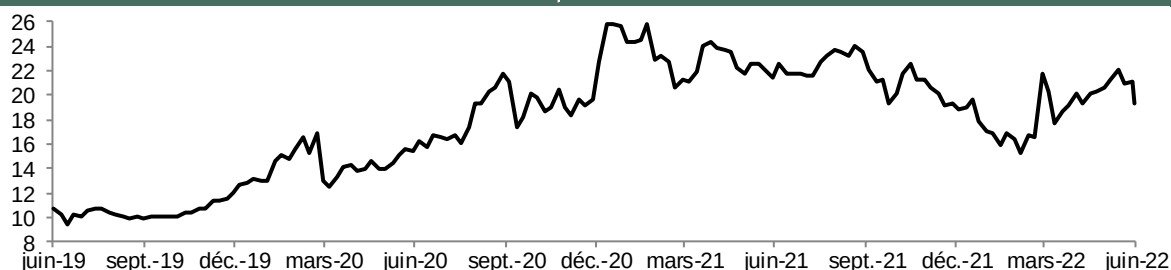
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	0,01	0,17	0,05	0,08	-0,01	0,00	0,50	0,77
var. n/n-1	-65,5%	+ / ++	-71,9%	70,9%	+ / -	- / +	+ / ++	53,2%
CFPA	0,6	0,8	0,0	0,7	0,6	0,9	1,6	2,0
ANPA	6,5	6,4	7,7	6,7	7,0	7,7	8,3	9,1
Dividende net (versé en n+1)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	79,4%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	ns							

Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	ns	51,8	ns	ns	ns	ns	38,3	25,0
PCF (x)	15,8	10,6	ns	24,6	ns	21,8	12,2	9,5
PAN (x)	1,5	1,4	1,3	2,5	3,2	2,5	2,3	2,1
VE/CA (x)	4,9	4,8	7,8	9,8	6,3	6,2	5,8	5,7
VE/EBE (x)	12,2	11,4	20,9	23,4	21,2	17,7	12,6	11,1
VE/ROP (x)	19,2	18,3	ns	ns	ns	ns	21,4	18,2
Free Cash Flow Yield (%)	-9,6%	-17,1%	-27,4%	-14,8%	-12,9%	-25,6%	-10,1%	-16,4%
Rendement (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	481,9	438,6	955,3	1 626,3	2 125,3	1 843,1	1 843,1	1 843,1
Valeur d'Entreprise (VE)	876,5	866,4	1 363,3	2 276,7	2 916,1	3 069,2	3 254,3	3 555,7
Cours de référence (€)	9,8	9,0	10,0	17,0	22,2	19,3	19,3	19,3
Nb de titres (Mio)	48,943	48,978	95,595	95,595	95,595	95,595	95,595	95,595
Nb de titres corrigé (Mio)	49,208	49,296	95,567	95,567	95,464	95,464	95,464	95,464
% de la dilution	0,6%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	05/05/2006							
Cours d'introduction ajusté	8,6 €							

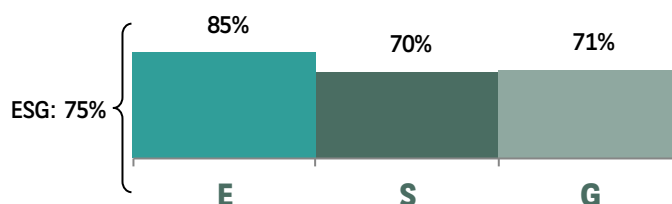
Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	38,7	38,0	26,9	37,0	63,9	98,3
CA T2	39,4	36,7	30,0	51,7	87,0	
CA S1	78,1	74,7	56,9	88,7	152,1	
ROP S1	13,6	9,4	4,3	1,2	-0,2	
RN pdg corrigé S1	-6,8	-5,9	-8,7	-15,8	-21,4	
Marge opérationnelle S1	17,4%	12,6%	7,6%	1,4%	-0,1%	
Marge nette S1	-8,7%	-7,9%	-15,3%	-17,8%	-14,1%	
CA T3	50,5	54,5	56,2	61,6	102,7	
CA T4	51,4	51,5	61,5	89,6	128,1	
CA S2	101,9	106,0	117,7	151,2	309,3	
ROP S2	32,1	37,8	31,3	42,5	62,1	
RN pdg corrigé S2	7,4	14,4	13,3	23,7	20,1	
Marge opérationnelle S2	31,5%	35,7%	26,6%	28,1%	20,1%	
Marge nette S2	7,2%	13,6%	11,3%	15,7%	6,5%	

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	+ / ++	-1,8%	-29,2%	37,5%	72,7%	53,8%
CA T2	47,4%	-6,9%	-18,3%	72,3%	68,3%	
CA T3	50,7%	7,9%	3,1%	9,6%	66,7%	
CA T4	5,6%	0,0%	19,5%	45,7%	43,0%	
CA S1	74,6%	-4,4%	-23,8%	55,9%	71,4%	
CA S2	24,0%	3,9%	11,1%	28,5%	+ / ++	
ROP S1	-20,5%	-30,9%	-54,3%	-72,1%	+ / -	
ROP S2	88,2%	17,7%	-17,1%	35,7%	45,9%	

Historique de cours



VOLTALIA



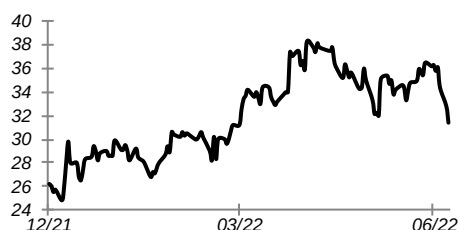
Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	0,2	ND	Essentiellement des frais de déplacements, les ctifs en exploitation et en construction émettent environ 50kteqCO2 (0,3 par M€ CA)
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Oui	Oui	Oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	31%	32%	33%	
Index égalité salariale femmes / hommes	54	81	86	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	ND	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	100%	100%	100%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	16%	14%	17%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	Céline Blachère, en charge des ressources humaines et des fonctions supports, est membre du comité exécutif
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	Oui
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	2,8%	2,1%	1,9%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	3,8	2,3	3,0	
GOUVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Non	18/19	21/22	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	8	7	
<i>dont indépendants</i>	3	4	3	
<i>dont femmes</i>	4	4	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	98%	95%	95%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	Droit de vote double pour les actions au nominatif depuis 2 ans
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	79%	79%	81%	Famille Mulliez
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	8,51	9,8	8,6	Le ratio d'équité est calculé en prenant la rémunération hors prime d'intéressement, d'éloignement et d'ancienneté. Il est calculé sur la base des équipes Voltalia et Helexia situées en France et en Guyane.
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	NA	NA	NA	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	82%	95%	94%	



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

WAGA ENERGY

Energie



Cours : 31,40€ 14 Jun 2022

Objectif : 37,60€

RENFORCER (2)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0012532810 / WAGA
Reuters / Bloomberg WAGA.PA / WAGA:FP
Indice
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **620,2**
Flottant (%) 24,6%
Nbre de Titres (Mio) 19,752
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Fondateurs 30,6%
Starquest 10,3%
Aliad (Air Liquide) 14,4%
Les Saules 9,3%

	21	22e	23e
PER	ns	ns	ns
PCF	ns	ns	ns
VE/CA	ns	24,6	13,9
VE/ROP	ns	ns	ns
PAN	4,7	5,9	6,3
Rendement	-	0,0%	0,0%
Free Cash Flow Yield	-0,1%	-1,3%	-0,2%
ROACE	ns	ns	ns

CA	12,6	23,6	47,0
CA précédent	12,6	23,6	47,0
var. n/n-1	28,6%	86,6%	99,4%
EBE	-1,2	-3,5	4,5
ROC	-3,0	-7,5	-2,6
% CA	-23,6%	-32,0%	-5,4%
ROP	-4,2	-7,5	-2,6
% CA	-33,6%	-32,0%	-5,4%
RN Pdg publié	-8,1	-10,4	-7,3
% CA	ns	-44,2%	-15,5%

BNPA	-0,41	-0,53	-0,37
BNPA précédent	-0,41	-0,53	-0,37
var. n/n-1	-	ns	ns
BNPA Cor	-0,34	-0,53	-0,37
ANPA	5,9	5,4	5,0
Dividende net	0,00	0,00	0,00
DFN	-84,7	-41,4	32,7

Nicolas Royot, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
nicolas.royot@bnpparibas.com

Un acteur dans l'air du temps

Activité

Les co-fondateurs (Mathieu Lefebvre, Nicolas Paget et Guénaél Prince) ont développé la technologie Wagabox au sein du groupe Air Liquide à partir de 2007. Cette technologie transforme un déchet très polluant, le biogaz des sites d'enfouissement, en ressource propre et valorisable, le biométhane. Celui-ci présente les mêmes caractéristiques et les mêmes usages que le gaz naturel. La technologie relative à l'unité Wagabox est protégée par six familles de brevets portant notamment sur le couplage de la membrane et de la distillation cryogénique.

Marché / Concurrence

Le biogaz issu des déchets enfouis est très pollué (azote, oxygène...) et doit être épuré avant d'être utilisé. La Wagabox, l'unité développée par Waga Energy (dix ans de développement, technologie brevetée) traite efficacement (pureté du gaz obtenu >97% de méthane) un biogaz très pollué, contenant jusqu'à 30 % d'air (oxygène et azote). Cette efficacité offre un potentiel de sites adressables particulièrement significatif que Waga Energy est aujourd'hui le seul acteur à pouvoir adresser. Waga Energy permet aux opérateurs de sites d'enfouissement d'améliorer leur empreinte carbone et de générer des revenus supplémentaires, dans la durée. Les acheteurs de gaz trouvent une énergie, locale et stable dans le temps (prix fixe sur la durée du contrat et volume).

Stratégie / Perspectives

Waga se positionne en tant que développeur, investisseur et exploitant de projet. Ce modèle présente de nombreux avantages : 1/ des contrats long terme ; 2/ des prix de vente fixes, généralement indexés sur l'inflation ; 3/ une rentabilité élevée (marge EBITDA projets 30% à 50%) ; 4/ un financement par dette (à 80%). Avantage majeur, la production issue d'une Wagabox est continue (pas d'intermittence) et disponible 95% du temps.

Waga Energy a déjà mis en service 13 Wagabox, auxquelles s'ajoutent 12 unités en cours de construction (France et International), auprès de références prestigieuses (Veolia, Suez, Coved, Paprec, Ferroviaire...) qui pourraient générer des commandes récurrentes. En 2026, Waga Energy vise 100 unités en exploitation et un CA de 200M€, et la sécurisation de près de 400M€ de CA en année pleine à cet horizon (100 Wagabox en opération + 20 en construction). Nous attendons pour 2026 un CA de 213M€ avec une marge d'EBITDA de 30,2% puis une croissance qui devrait rester très soutenue selon nous (TCAM >25% entre 2026 et 2030) et une marge d'EBITDA normative > 35%.

Les volontés de réduire le recours aux énergies fossiles pour limiter l'impact climatique et augmenter l'indépendance énergétique sont les fondamentaux du développement de Waga. Le contexte actuel, entre fortes tensions géopolitiques et accélération de la transition énergétique, agit comme un accélérateur.

Valorisation

Notre objectif de cours repose sur un DCF et une valorisation par comparables boursiers.

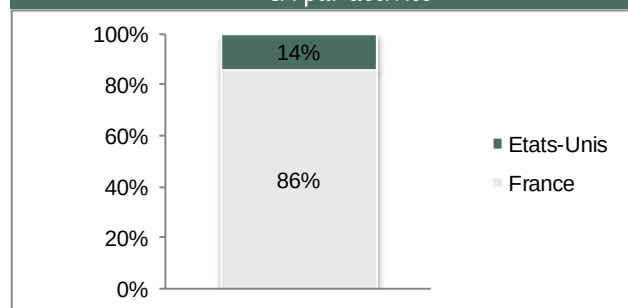
WAGA ENERGY

Exploitation	-	-	19	20	21	22e	23e	24e
CA	-	-	8,3	9,8	12,6	23,6	47,0	92,0
var. n/n-1	-	-	-/+	18,9%	28,6%	86,6%	99,4%	95,7%
var. organique	-	-	0,0%	18,9%	28,6%	86,6%	99,4%	95,7%
EBE	-	-	0,9	1,3	-1,2	-3,5	4,5	19,3
ROC	-	-	-0,4	-0,7	-3,0	-7,5	-2,6	7,6
var. n/n-1	-	-	-/-	-/-	+/>+	+/>+	-/-	-/+
ROP	-	-	-0,4	-0,7	-4,2	-7,5	-2,6	7,6
RCAI	-	-	-1,8	-1,7	-7,5	-10,2	-7,3	0,5
IS	-	-	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1
RN Pdg publié	-	-	-2,0	-2,2	-8,1	-10,4	-7,3	0,4
RN Pdg corrigé	-	-	-2,0	-2,2	-6,8	-10,4	-7,3	0,4
var. n/n-1	-	-	-/-	-/-	+/>+	-/-	-/-	-/+
Tmva CA 2019 / 2023e	54,5%							
Marge brute (%)	-	-	54,0%	63,6%	57,4%	37,8%	45,1%	44,0%
Marge opérationnelle (%)	-	-	-4,6%	-6,9%	-33,6%	-32,0%	-5,4%	8,3%
Marge nette (%)	-	-	-23,8%	-22,1%	ns	-44,2%	-15,5%	0,4%
Taux IS (%)	-	-	-2,6%	-9,0%	-3,2%	0,0%	0,0%	25,0%
Frais de personnel / CA (%)	-	-	-22,4%	-33,6%	-40,9%	-	-	-
CA/effectif (K€)	-	-	306	209	201	-	-	-
var. n/n-1	-	-	-/+	-31,7%	-4,0%	-	-	-
Effectif moyen	-	-	27	47	63	-	-	-
var. n/n-1	-	-	-/+	74,1%	34,0%	-	-	-

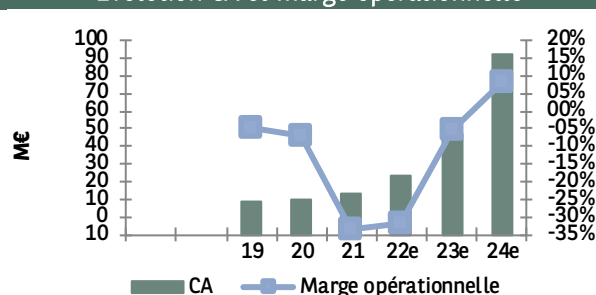
Bilan	-	-	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	-	-	7,1	6,7	115,9	105,7	98,4	98,8
Dettes financières nettes	-	-	9,5	12,6	-84,7	-41,4	32,7	128,7
Autres	-	-	0,0	0,9	0,3	0,1	0,1	0,1
Capitaux investis	-	-	17,7	21,6	33,2	66,0	132,8	229,3
Immobilisations nettes	-	-	18,5	21,5	34,1	65,4	130,9	225,5
dont écarts d'acquisition	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
dont financières	-	-	0,1	0,2	1,1	1,1	1,1	1,1
BFR	-	-	-0,8	0,1	-0,8	0,6	1,9	3,8
Actif économique	-	-	17,7	21,6	33,2	66,0	132,8	229,3
Gearing (%)	-	-	116,4%	155,0%	-72,0%	-38,6%	32,6%	128,2%
BFR/CA (%)	-	-	-9,3%	1,1%	-6,6%	2,7%	4,1%	4,1%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	ns	10,4	10,0	ns	ns	7,2	6,7
ROE (%)	-	-	ns	ns	ns	ns	ns	0,4%
ROACE (%) après IS normé	-	-	-	ns	ns	ns	ns	3,2%

Financement	-	-	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	-	-	1,1	1,9	-1,0	-6,4	-0,2	12,1
Variation BFR	-	-	-1,2	-0,1	0,3	-1,5	-1,3	-1,8
Investissements industriels	-	-	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
% du CA	-	-	1,3%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cash Flow Libre	-	-	-0,3	1,6	-0,7	-7,9	-1,5	10,2
Cessions d'actifs	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-	-	0,0	-0,1	-0,9	0,0	0,0	0,0
Dividendes	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	-	-	4,8	1,4	116,2	0,0	0,0	0,0
Autres	-	-	-14,0	-5,9	-17,4	-	-	-
Variation dettes financières nettes	-	-	9,5	3,0	-97,2	43,2	74,1	96,1
Dettes financières nettes	-	-	9,5	12,6	-84,7	-41,4	32,7	128,7

CA par activité



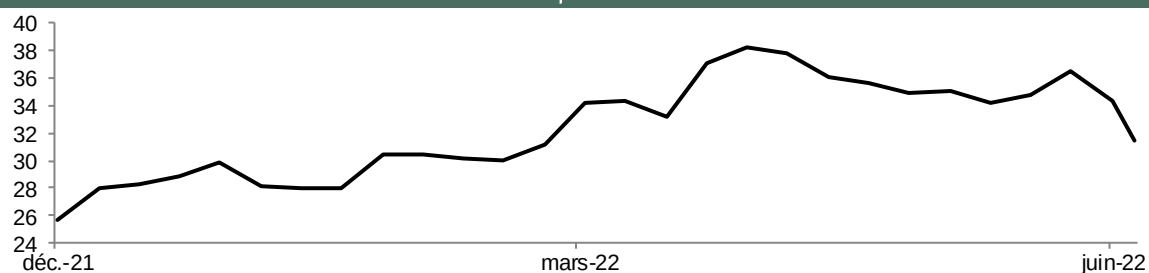
Evolution CA et marge opérationnelle

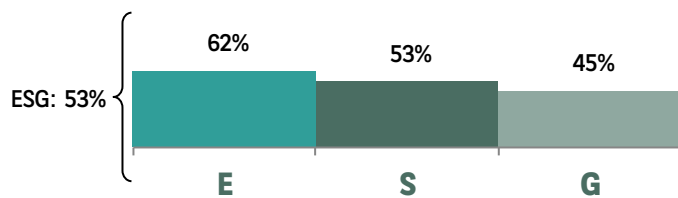


WAGA ENERGY

Données par action	-	-	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	-	-	-	-	-0,41	-0,53	-0,37	0,02
var. n/n-1	-	-	-	-	- -/-	- -/-	- -/-	-/+
CFPA	-	-	-	-	0,0	-0,3	0,0	0,6
ANPA	-	-	-	-	5,9	5,4	5,0	5,0
Dividende net (versé en n+1)	-	-	-	-	0,00	0,00	0,00	0,00
Payout (%)	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	-	-	-	-	-	-	-	-
Tmva CFPA 2019 / 2023e	-	-	-	-	-	-	-	-
Valorisation	-	-	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	-	-	-	-	ns	ns	ns	ns
PCF (x)	-	-	-	-	ns	ns	ns	ns
PAN (x)	-	-	-	-	4,7	5,9	6,3	6,3
VE/CA (x)	-	-	-	-	ns	24,6	13,9	8,1
VE/EBE (x)	-	-	-	-	ns	ns	ns	ns
VE/ROP (x)	-	-	-	-	ns	ns	ns	ns
Free Cash Flow Yield (%)	-	-	-	-	-0,1%	-1,3%	-0,2%	1,7%
Rendement (%)	-	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%
Capitalisation (M€)	-	-	-	-	541,4	620,2	620,2	620,2
Valeur d'Entreprise (VE)	-	-	-	-	457,3	579,3	653,4	749,5
Cours de référence (€)	-	-	-	-	27,4	31,4	31,4	31,4
Nb de titres (Mio)	-	-	-	-	19,752	19,752	19,752	19,752
Nb de titres corrigé (Mio)	-	-	-	-	19,752	19,752	19,752	19,752
% de la dilution	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	29/09/2021							
Cours d'introduction ajusté	23,5 €							

Historique de cours





WAGA ENERGY

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en t _{eq} CO ₂ (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	0,3	ND	
Politique de compensation des émissions CO ₂	ND	Non	Non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	ND	Oui	Oui	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	ND	Non	Non	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	ND	Non	Non	
Certification 14001	ND	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	ND	31%	ND	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	Non	Non	
Part des personnes en situation de handicap	ND	2,0%	ND	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	76%	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	ND	6,0%	ND	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	ND	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	ND	Non	Non	
Encouragement de l'actionnariat salarié	ND	Oui	Oui	Les dirigeants et principaux cadres détiennent des actions, BSPCE et stock-options
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	5 407 400	5 407 400	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	ND	ND	ND	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	ND	NA	20/22	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	ND	Non	Non	
Nombre de membres composant le conseil d'administration	ND	8	8	
<i>dont indépendants</i>	ND	1	4	
<i>dont femmes</i>	ND	1	5	
Administrateur représentant les salariés au CA	ND	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	ND	ND	96%	
Comité d'audit	ND	Oui	Oui	
Comité des risques	ND	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	ND	Non	Non	Réalisation de tests d'intrusion des systèmes IT
Comité RSE	ND	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	ND	Non	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	ND	38%	27%	Fondateurs
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	ND	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	ND	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	ND	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	ND	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	ND	Non	Non	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	ND	100%	25%	Frais IPO



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

WAVESTONE

ESN _ Conseil en technologie



Cours : 42,50€ 14 Jun 2022

Objectif : 57,70€

RENFORCER (2)

Opinion inchangée

Marché Euronext
ISIN / Mnémonique FR0013357621 / WAVE
Reuters / Bloomberg WAVE.PA / WAVE FP
Indice CAC Small
Contrat de prestation analyse
Eligibilité PEA-PME Oui

Capitalisation (M€) **858,4**
Flottant (%) 35,9%
Nbre de Titres (Mio) 20,196
Date de clôture 31-Mar

Actionnariat
Fondateurs 55,9%
Actionnariat salarié 8,2%
Public 35,9%

	20	21e	22e
PER	19,5	16,8	16,2
PCF	10,2	15,4	14,3
VE/CA	1,1	1,7	1,5
VE/ROP	10,9	11,0	10,3
PAN	2,5	3,4	2,9
Rendement	0,0%	0,5%	0,9%
Free Cash Flow Yield	11,8%	5,4%	5,4%
ROACE	13,9%	23,8%	23,7%

CA	417,6	470,1	506,7
CA précédent	417,6	470,1	506,7
var. n/n-1	-1,1%	12,6%	7,8%
EBE	63,0	80,8	84,1
ROC	53,3	74,8	77,3
% CA	12,8%	15,9%	15,3%
ROP	43,3	72,8	75,0
% CA	10,4%	15,5%	14,8%
RN Pdg publié	25,4	51,0	53,0
% CA	6,1%	10,9%	10,5%

BNPA	1,23	2,48	2,58
BNPA précédent	1,23	2,48	2,58
var. n/n-1	-18,5%	101,1%	4,0%
BNPA Cor	1,28	2,53	2,63
ANPA	10,0	12,5	14,5
Dividende net	0,23	0,38	0,40

DFN	-31,8	-60,3	-89,3

Maxence Dhoury, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 12
maxence.dhoury@bnpparibas.com

Marge normative atteinte, priorité à la croissance

Activité

Issu du rachat par Solucom des activités de Kurt Salmon, Wavestone est un cabinet de conseil en management et systèmes d'information qui dispose d'une présence sur les principaux secteurs d'activité du marché : Banque/Assurance (33% CA 2021/22), Énergie/Utilities (16%), Secteur Public (13%), Manufacturing (12%), Distribution/Consommation (10%), Services (10%) et Transports (6%). Il a constitué une palette étendue de savoir-faire : Business Transformation, Excellence opérationnelle & IT, Risk Management & Sécurité de l'Information, Innovation Digitale, Performance RSE... L'offre s'adresse exclusivement à une clientèle de grands comptes. EDF est le 1^{er} client du cabinet en 2021/22 (6% CA), les dix premiers représentant ~44% des ventes. Wavestone compte actuellement près de 4 000 collaborateurs.

Marché / Concurrence

Le secteur a craint le pire au début de la crise sanitaire, certaines études anticipant alors une chute de 20% du marché du conseil en Europe en 2020. La demande a finalement été plus résiliente que prévu et a même connu une année faste en 2021, à la fois du fait du franc rebond de l'activité économique après la fin des premiers confinements et parce que la crise a pu accélérer des décisions stratégiques chez les clients (M&A, spin-off, digitalisation activité).

Stratégie / Perspectives

Au plan financier, le plan stratégique annoncé en décembre 2021 se focalise sur la croissance (750M€ de CA en 2025) et intègre selon nous un CAGR organique proche de 7% sur 5 ans (sur l'hypothèse de 150M€ de CA à acquérir). La MOC devrait demeurer autour de 15%, niveau qui a longtemps été vu comme la cible à atteindre à long-terme, ce qui est chose faite depuis l'exercice 2021/22 (15,9% +310bp). Plus que la prudence traditionnelle du management, il faut selon nous y voir la difficulté à dépasser durablement ce niveau dans un modèle de services et la volonté de passer un nouveau cap. Le cabinet prévoit d'investir significativement pour alimenter son recrutement et surtout pour renforcer ses expertises et son image de marque. Cela devrait se traduire par un recul du taux d'activité (~75% contre 77% en 2021/22, plus de temps en formation et en prospective) compensé par une hausse des prix (854€/jour aujourd'hui, proche de 1000€ en fin de plan ?). Dans la lignée des dernières années, les deux autres axes du plan sont une accélération de l'international (5 clients internationaux dans le top 20) et le maintien d'une excellente performance RSE (rester dans le top 5% de divers classements).

Valorisation

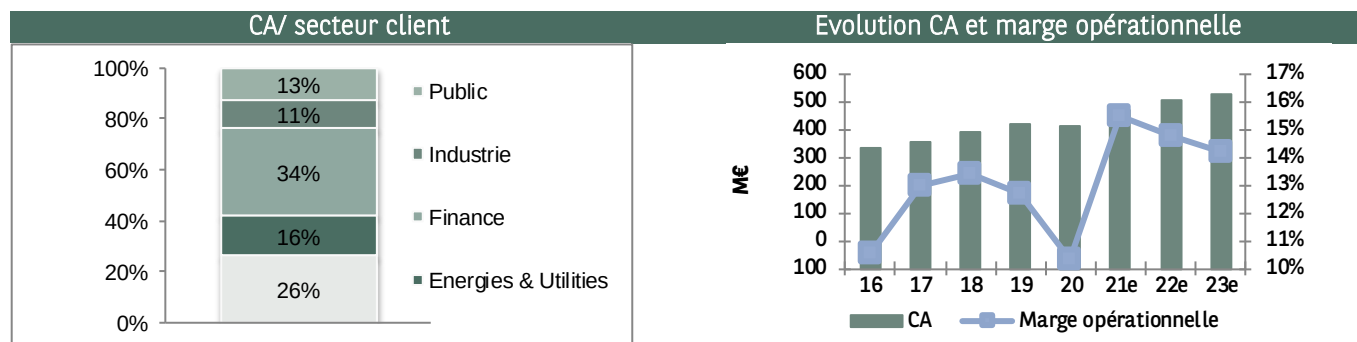
Même si le contexte actuel n'invite pas à l'optimisme, nous restons confiants dans la capacité du cabinet à poursuivre sa croissance tout en maintenant une rentabilité élevée. Nous restons à Renforcer (2) avec un objectif relevé de 55,4€ à 57,7€ (2/3 DCF 52,2€, 1/3 peers 52,9€ + prime ESG de 10%).

WAVESTONE

Exploitation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
CA	338,7	359,9	391,5	422,0	417,6	470,1	506,7	527,6
var. n/n-1	45,4%	6,3%	8,8%	7,8%	-1,1%	12,6%	7,8%	4,1%
var. organique	10,0%	6,3%	5,0%	1,5%	-1,3%	10,0%	6,4%	4,1%
EBE	40,1	51,0	58,7	66,1	63,0	80,8	84,1	83,3
ROC	38,7	50,6	55,2	55,7	53,3	74,8	77,3	76,4
var. n/n-1	29,9%	30,7%	9,2%	0,8%	-4,4%	40,4%	3,3%	-1,1%
ROP	35,6	46,8	52,4	53,5	43,3	72,8	75,0	75,1
RCAI	33,2	43,9	50,6	50,1	40,7	71,9	73,5	73,7
IS	-13,1	-17,3	-19,9	-19,0	-15,3	-20,9	-20,5	-20,5
RN Pdg publié	20,1	26,6	30,8	31,1	25,4	51,0	53,0	53,2
RN Pdg corrigé	21,6	28,1	32,2	32,1	26,3	52,1	54,1	53,6
var. n/n-1	61,5%	30,5%	14,3%	-0,2%	-18,1%	98,0%	3,9%	-1,0%
Tmva CA 2018 / 2022e	6,7%							
Marge brute (%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Marge opérationnelle (%)	10,5%	13,0%	13,4%	12,7%	10,4%	15,5%	14,8%	14,2%
Marge nette (%)	6,4%	7,8%	8,2%	7,6%	6,3%	11,1%	10,7%	10,2%
Taux IS (%)	39,5%	39,4%	39,2%	37,8%	37,6%	29,0%	27,8%	27,8%
Frais de personnel / CA (%)	68,2%	68,8%	67,2%	68,7%	74,3%	-	-	-
CA/effectif (K€)	136	138	138	130	126	-	-	-
var. n/n-1	4,1%	1,7%	-0,2%	-5,6%	-3,3%	-	-	-
Effectif moyen	2 495	2 606	2 840	3 242	3 316	-	-	-
var. n/n-1	39,6%	4,4%	9,0%	14,2%	2,3%	-	-	-

Bilan	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Fonds propres Pdg	104,1	130,2	150,8	177,1	206,1	257,0	299,4	341,6
Dettes financières nettes	56,5	34,6	38,7	29,1	-31,8	-60,3	-89,3	-127,7
Autres	9,2	10,2	10,8	45,8	39,5	27,2	27,2	27,2
Capitaux investis	169,8	175,1	200,3	252,1	213,7	223,9	237,3	241,2
Immobilisations nettes	164,0	157,1	177,4	232,8	212,6	214,9	223,3	226,2
dont écarts d'acquisition	119,8	118,9	140,6	166,5	162,0	178,5	177,0	176,5
dont financières	10,6	8,2	9,6	13,5	14,9	10,7	10,7	10,7
BFR	16,5	26,3	32,5	32,8	15,9	19,7	24,7	25,7
Actif économique	169,8	175,1	200,3	252,1	213,7	223,9	237,3	241,2
Gearing (%)	54,2%	26,6%	25,7%	16,4%	-15,5%	-23,5%	-29,8%	-37,4%
BFR/CA (%)	4,9%	7,3%	8,3%	7,8%	3,8%	4,2%	4,9%	4,9%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,4	0,7	0,7	0,4	ns	ns	ns	ns
ROE (%)	19,3%	20,4%	20,4%	17,6%	12,3%	19,9%	17,7%	15,6%
ROACE (%) après IS normé	13,4%	16,9%	17,1%	14,9%	13,9%	23,8%	23,7%	22,9%

Financement	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
Cash Flow	25,4	31,4	41,8	47,8	50,3	56,9	61,4	60,6
Variation BFR	-2,3	-2,8	-10,4	5,9	19,1	-1,7	-5,0	-1,0
Investissements industriels	-14,8	-2,7	-1,4	-10,1	-8,9	-8,3	-9,4	-9,2
% du CA	4,4%	0,8%	0,4%	2,4%	2,1%	1,8%	1,9%	1,8%
Cash Flow Libre	8,3	26,0	29,9	43,6	60,5	46,9	47,0	50,3
Cessions d'actifs	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Investissements financiers	-3,8	-0,4	-21,9	-26,6	-0,1	-12,2	-7,4	-1,0
Dividendes	-2,0	-3,0	-4,1	-4,6	0,0	-4,6	-7,7	-8,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	-8,1	-3,5	0,1	-2,4	-3,0	-3,0
Autres	-0,2	-0,8	0,0	0,6	0,5	0,6	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-2,4	-21,8	4,1	-9,6	-61,0	-28,5	-29,0	-38,4
Dettes financières nettes	56,5	34,6	38,7	29,1	-31,8	-60,3	-89,3	-127,7



WAVESTONE

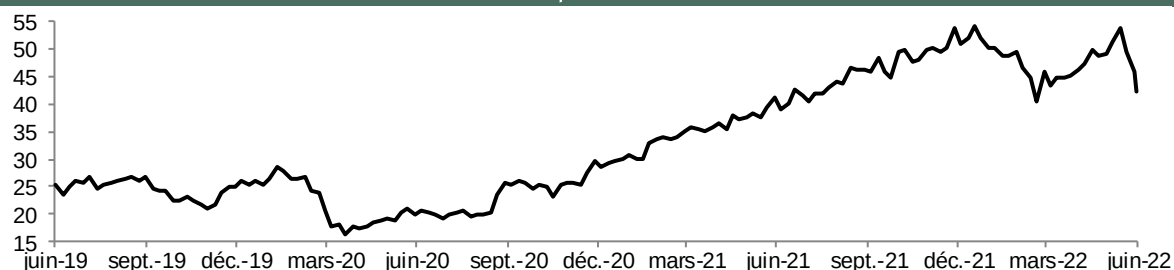
Données par action	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
BNPA	4,09	1,29	1,49	1,51	1,23	2,48	2,58	2,58
var. n/n-1	61,5%	-68,9%	14,3%	-0,2%	-18,1%	98,0%	3,9%	-1,0%
CFPA	5,2	1,5	2,0	2,3	2,4	2,8	3,0	2,9
ANPA	21,2	6,3	7,3	8,6	10,0	12,5	14,5	16,6
Dividende net (versé en n+1)	0,61	0,20	0,23	0,00	0,23	0,38	0,40	0,43
Payout (%)	13,9%	14,7%	14,5%	0,0%	17,9%	15,0%	15,0%	16,7%
Tmva BNPA 2018 / 2022e	13,9%							
Tmva CFPA 2018 / 2022e	10,1%							

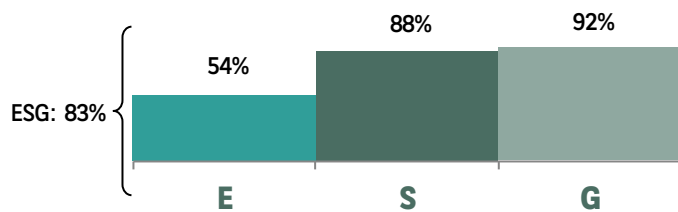
Valorisation	16	17	18	19	20	21e	22e	23e
PER (x)	4,6	20,4	21,8	16,0	19,5	16,8	16,2	16,3
PCF (x)	3,9	18,3	16,7	10,8	10,2	15,4	14,3	14,4
PAN (x)	0,9	4,4	4,6	2,9	2,5	3,4	2,9	2,6
VE/CA (x)	0,5	1,7	1,9	1,3	1,1	1,7	1,5	1,4
VE/EBE (x)	3,9	11,7	12,4	8,1	7,5	9,9	9,1	8,8
VE/ROP (x)	4,4	12,8	13,8	10,0	10,9	11,0	10,3	9,7
Free Cash Flow Yield (%)	8,5%	4,5%	4,3%	8,5%	11,8%	5,4%	5,4%	5,7%
Rendement (%)	2,0%	2,2%	0,6%	0,9%	0,0%	0,5%	0,9%	0,9%
Capitalisation (M€)	99,6	562,7	686,9	504,8	503,8	858,4	858,4	858,4
Valeur d'Entreprise (VE)	156,1	597,4	725,6	534,0	472,0	798,0	769,0	730,7
Cours de référence (€)	20,1	27,9	34,0	25,0	24,9	42,5	42,5	42,5
Nb de titres (Mio)	4,967	20,196	20,196	20,196	20,196	20,196	20,196	20,196
Nb de titres corrigé (Mio)	4,907	20,591	20,591	20,591	20,591	20,591	20,591	20,591
% de la dilution	0,0%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Date d'introduction	14/03/2001							
Cours d'introduction ajusté	2,6 €							

Données intermédiaires	16	17	18	19	20	21
CA T1	88,4	85,4	95,9	98,3	94,4	115,2
CA T2	73,7	81,2	86,7	96,2	92,4	102,6
CA S1	162,0	166,5	182,6	194,5	186,8	217,8
ROP S1	15,2	15,2	18,5	18,6	13,5	30,1
RN pdg corrigé S1	7,7	8,7	11,4	9,7	7,4	21,2
Marge opérationnelle S1	9,4%	9,1%	10,1%	9,6%	7,2%	13,8%
Marge nette S1	4,7%	5,3%	6,2%	5,0%	3,9%	9,7%
CA T3	86,1	95,0	102,2	112,7	111,8	122,3
CA T4	90,6	98,4	106,8	114,9	119,0	129,9
CA S2	176,7	193,4	209,0	227,6	230,8	252,2
ROP S2	20,4	31,6	34,0	34,9	29,7	42,7
RN pdg corrigé S2	12,4	18,6	20,8	22,4	18,9	30,9
Marge opérationnelle S2	11,6%	16,3%	16,2%	15,3%	12,9%	16,9%
Marge nette S2	7,0%	9,6%	9,9%	9,8%	8,2%	12,2%

Taux de croissance (n/n-1)						
CA T1	90,1%	-3,4%	12,3%	2,5%	-4,0%	22,0%
CA T2	64,1%	10,2%	6,8%	11,0%	-4,0%	11,0%
CA T3	58,9%	10,3%	7,6%	10,3%	-0,8%	9,4%
CA T4	3,7%	8,6%	8,5%	7,6%	3,6%	9,2%
CA S1	77,2%	2,8%	9,6%	6,5%	-3,9%	16,6%
CA S2	24,8%	9,4%	8,1%	8,9%	1,4%	9,3%
ROP S1	67,0%	-0,1%	21,6%	0,9%	-27,5%	+ / ++
ROP S2	45,9%	54,6%	7,6%	2,7%	-14,7%	43,5%

Historique de cours





WAVESTONE

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2019	2020	2021	Commentaires
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	1,3	1,8	
Politique de compensation des émissions CO2	Non	Non	Non	Réflexion initiée en 2021-22
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Non	Non	Non	
SOCIAL	2019	2020	2021	Commentaires
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	39%	41%	41%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	86	87	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	0,5%	0,6%	0,8%	
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	67%	72%	62%	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	18%	14%	11%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Oui	Oui	Oui	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	FCPE + abondement
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	1 632	1 656	1 644	
Taux d'absentéisme	1,8%	2,3%	2,3%	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	2,0	2,0	0,0	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2019	2020	2021	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	Middledenext
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Oui	Oui	Oui	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	6	7	7	
<i>dont indépendants</i>	3	4	4	
<i>dont femmes</i>	2	2	2	
Administrateur représentant les salariés au CA	Oui	Oui	Oui	
Assiduité des membres du CA	95%	100%	98%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Oui	Oui	Oui	Rôle endossé par le comité d'audit + comité mensuel de pilotage des risques
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Oui	Oui	Oui	
Comité RSE	Oui	Oui	Oui	2 réunions par an
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	57%	59%	58%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	Prend en compte les profits (ROC et RNPG à pc) + une appréciation qualitative, RSE comprise
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Oui	Oui	Oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	14,7	4,4	6,4	
PARTIES PRÉNANTES EXTERNES	2019	2020	2021	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Non	Non	Non	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	99%	92%	95%	

Glossaire

Valorisation

PER	Cours de l'action divisé par le bnpa corrigé
PEG	PER divisé par la croissance moyenne du bnpa corrigé sur n-2/n+2
PCF	Cours de l'action divisé par le cashflow par action
PAN	Cours de l'action divisé par l'actif net par action
VE	Valeur d'entreprise : capitalisation + dettes financières nettes corrigées +/- ajustements
VE/CA	Valeur d'entreprise divisée par les ventes
VE/MB	Valeur d'entreprise divisée par la Marge Brute
VE/EBE	Valeur d'entreprise divisée par l'excédent brut d'exploitation
VE/EBITDAR	Valeur d'entreprise divisée par l'ebitdar (EBE+loyers)
VE/REX	Valeur d'entreprise divisée par le résultat d'exploitation, French Gaap
VE/ROC	Valeur d'entreprise divisée par le résultat opérationnel courant
VE/ROP	Valeur d'entreprise divisée par le résultat opérationnel
Freecash flow yield	Cash flow libre divisé par la capitalisation
Rendement	Dividende versé au titre de l'exercice n-1 divisé par le cours de référence de l'action
Capitalisation	Cours de l'action multiplié par le nombre d'actions en circulation
Cours de référence	Cours moyen pondéré pour les exercices clos, cours actuel pour les exercices prévisionnels
Nb de titres (x1000000)	Nombre d'actions en circulation moyen pondéré prorata temporis pour les exercices clos, en circulation pour les exercices prévisionnels
Nb de titres corrigé (x1000000)	Nombre d'actions moyen pondéré moins l'autocontrôle pour les exercices clos, en circulation moins l'autocontrôle plus la dilution probable estimée par l'analyste
% dilution	Nombre de titres potentiels estimé par l'analyste divisé par le nombre de titres en circulation. Ne s'applique qu'aux exercices prévisionnels. Le produit des titres potentiels estimé est intégré en augmentation de capital.
Coefficient de correction	Coefficient d'ajustement sur les données par action en cas de division ou regroupement du nominal de l'action

Exploitation

CA	Niveau de ventes publié par l'émetteur
Croissance organique	Variation des ventes n/n-1 hors effet périmètre (et effet change si disponible)
Marge Brute	Secteur industriel, production - achats de matières premières et produits finis. Secteur communication, chiffre d'affaires - coûts des ventes
Marge Commerciale	Ventes - achats de marchandises plus variation des stocks de marchandises
Valeur ajoutée	Marge brute ou commerciales - autres achats et charges externes
Ebitdar	Excédent brut d'exploitation + loyers (y compris charges locatives)
EBE	Excédent brut d'exploitation, VA - impôts et taxes et frais de personnel (y compris participation, charges intérimaires, CIR)
ROC	Résultat opérationnel corrigé des éléments non courants
ROP	Résultat opérationnel
CIR	Crédit d'impôts recherche
RCAI	Résultat courant avant impôts
IS	Impôts sur les sociétés publiés
RNpdg	Résultat net consolidé part du groupe publié
RNpdg corrigé	Résultat net consolidé part du groupe corrigé des éléments non courants non cash
Effectif	Les ratios incluant les effectifs sont calculés sur l'effectif moyen de l'exercice considéré

Bilan

Fonds propres pdg	Fonds propres hors intérêts minoritaires

Fonds propres 100%	Fonds propres pdg + intérêts minoritaires
Dettes financières nettes	Emprunts financiers - valeurs mobilières de placement et trésorerie corrigés (complément de prix, affacturage hors bilan, autocontrôle)
Capitaux investis	Fonds propres 100% + dettes financières nettes
Actif économique	Immobilisations corporelles et incorporelles (y compris écart d'acquisition) nettes +BFR
BFR	Besoin en Fonds de Roulement
Gearing	Dettes financières nettes divisées par les fonds propres 100%
ROE	Rentabilité des fonds propres, $RN_{pdg} \text{ n} / \text{Fonds Propres pdg moyen (n/n-1)}$
ROACE	Rentabilité de l'actif économique, $ROACE = (Roc \text{ après dépréciations des survaleurs} \times (1 - \text{taux IS analyse})) / ((\text{actif économique n-1} + \text{actif économique n})/2)$

Financement

Cash flow var BFR	Capacité d'autofinancement après déduction de la part des intérêts minoritaires
Investissements industriels	Variation du BFR entre n et n-1
Cash flow libre	Capex, investissements de renouvellement ou de capacité de production
Investissements financiers	Cash flow + variation du BFR - investissements industriels
	Acquisition immobilisations financières (participations), acquisition de société, croissance externe

Données par action

BNPA	Bénéfice net pdg divisé par le nombre de titres corrigé
CFPA	Cash flow divisé par le nombre de titres corrigé
FCFPA	Cash flow libre divisé par le nombre de titres corrigé
ANPA	Fonds propres pdg divisé par le nombre de titres corrigé
Pay out	Taux de distribution des dividendes, montant des dividendes divisé par le résultat net pdg

Avertissements

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation) est accessible sur www.midcaps.portzamparc.fr/ (clientèle institutionnelle).

Historique des recommandations sur <http://www.midcaps.portzamparc.fr/fileadmin/pubt/avertissements.pdf>

Le Groupe Portzamparc se positionne sur l'éligibilité des actions au PEA-PME sur la base des informations émises par les émetteurs et du Décret n° 2014-283 du 4 mars 2014 pris pour l'application de l'article 70 de la loi n° 2013-1278 du 29 décembre 2013 de finances pour 2014 fixant l'éligibilité des entreprises au PEA-PME soit : moins de 5 000 salariés, d'une part, chiffre d'affaires annuel inférieur à 1 500 millions d'euros ou total de bilan inférieur à 2 000 millions d'euros, d'autre part. La responsabilité du Groupe Portzamparc ne saurait être engagée dans l'hypothèse où les données utilisées pour l'analyse s'avèreraient inexactes

Détail des potentiels conflits d'intérêts BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Ce document a été diffusé pour la première fois le 16 juin 2022 08:30.



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP