GUIDE DES VALEURS SUIVIES

Guide des Valeurs Suivies

déc-21

FINANCIÈRE D'UZÈS

Avertissement : Entreprise d'investissement agréée par le CECEI le 25 juillet 1997 (Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement de la Banque de France) et par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers), la FINANCIERE D'UZES est également membre d'Euronext. La FINANCIERE D'UZES relève des autorités compétentes que sont l'AMF et l'ACPR.

Les informations contenues dans ce document ont été puisées aux meilleures sources mais ne sauraient entraîner notre responsabilité. Par ailleurs, La FINANCIERE D'UZES est organisée de manière à assurer l'indépendance de l'analyste ainsi que la gestion et la prévention des éventuels conflits d'intérêt.

SOMMAIRE

Méthodologie	**4 - 5**
Synthèse des potentiels	**6**
Synthèse des valorisations	**7**
Initiation de couverture	**8**
Valeurs suivies	**9 - 40**
Données de marché	**42 - 47**

METHODOLOGIE Analyse Financière

Méthodes de Valorisation

Notre objectif de cours combine la moyenne des méthodes DCF, comparables et l'approche historique.

Label Valeurs Essentielles

Les valeurs de croissance «essentielles» à nos yeux et «à privilégier» dans le cadre d'une gestion de portefeuille actions sont identifiées à l'aide du label :

"LES ESSENTIELLES"

Ce label reprend l'ensemble des critères de sélection de la Financière d'Uzès (qualité du management, cohérence de la stratégie, position de leader, situation financière) et se comprend indépendamment du cours de bourse et du potentiel d'appréciation du titre.

METHODOLOGIE ESG

Indicateurs ESG

Les critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) constituent généralement les trois piliers de l'**analyse extra-financière**. Pris en compte dans la gestion socialement responsable, ils permettent d'évaluer l'exercice de la responsabilité des entreprises sur les questions de développement durable vis-à-vis de l'environnement et de leurs parties prenantes (salariés, partenaires, sous-traitants et clients).

- Le **critère environnemental (E)** s'attache à évaluer les risques et impacts environnementaux de l'entreprise : gestion de l'eau, des déchets, consommation d'énergie, réduction des émissions de gaz à effet de serre, prévention des risques environnementaux...
- Le **critère social (S)** s'intéresse à la gestion des ressources humaines, au dialogue social, à la prévention des accidents, à la formation du personnel, au respect des Droits de l'Homme, aux relations avec toutes les parties prenantes externes (clients, fournisseurs, communautés locales...), à la gestion de la chaîne d'approvisionnement...
- Le **critère de gouvernance (G)** interroge la gestion de l'entreprise par ses dirigeants : indépendance du conseil d'administration, politique de rémunération, respect des droits des actionnaires minoritaires, audit et communication financière...

Notations ESG MSCI

Score	8,6 - 10	7,1 - 8,6	5,7 - 7,1	4,3 - 5,7	2,9 - 4,3	1,4 - 2,9	0 - 1,4
Note	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
	LEADER		MOYENNE			À LA TRAINE	
	Une entreprise leader de son secteur dans la gestion des risques et opportunités ESG les plus importants		Une entreprise avec des antécédents (structurels ou non) dans la gestion des risques et opportunités ESG les plus importants par rapport à ses pairs du secteur			Une entreprise à la traîne de son secteur en raison de sa forte exposition et de son incapacité à gérer des risques ESG importants	

Les **notes ESG** attribuées par MSCI aux entreprises reposent sur une analyse approfondie de leur gouvernance et des facteurs environnementaux et sociaux jugés les plus pertinents pour leur secteur d'activité.
Sur chacun des piliers ESG, les indicateurs clés sont observés tant en termes d'exposition que de gestion des risques auxquels l'entreprise est confrontée. Un score numérique de 0 à 10 est ainsi attribué à chaque pilier ESG. Il permet d'obtenir un score moyen pondéré par le poids des 3 piliers. Ce score est in fine normalisé par secteur d'activité et retranscrit par une note comprise entre CCC et AAA (AAA étant la meilleure).

Controverses ESG

La **note de controverse** vise à mettre en exergue tout élément pouvant affecter la réputation des entreprises et, selon la gravité des allégations soulevées, entraîner de lourdes sanctions juridiques, réglementaires ou financières. Sur chacun des piliers ESG, MSCI s'attache à définir le degré de sévérité et l'ampleur des controverses ainsi que leur caractère structurel ou temporaire, présent ou passé. Parmi les controverses les plus sévères, citons : le non-respect des Droits de l'Homme, les faits de corruption aggravée, les actes de pollution environnementale...
Vert : indique l'absence de tout incident ou la présence d'un ou plusieurs litiges passés ou en cours jugés mineurs à modérés.
Jaune : indique un ou plusieurs litiges passés ou en cours de nature modérée à sévère.
Orange : indique un ou plusieurs litiges en cours de nature sévère.
Rouge : indique un ou plusieurs litiges passés ou en cours de nature très sévère.

Mesures d'impact

PILIER ENVIRONNEMENT :

Emission de gaz à effets de serre
Nous suivons l'intensité carbone des entreprises sur la base des informations disponibles sur les périmètres 1 et 2 (S1 et S2 – source MSCI). Cette donnée s'exprime en tonne de CO2 par million de chiffre d'affaires ce qui permet de comparer des entreprises de tailles différentes.
Classification des émissions de Gaz à Effet de Serre (GES)
Périmètre 1 = émissions directes résultant de la combustion d'énergies fossiles, telles que le gaz, le pétrole, le charbon, etc.
Périmètre 2 = émissions indirectes liées à la consommation d'électricité, de chaleur ou de vapeur nécessaire à la fabrication du produit.
Périmètre 3 = autres émissions indirectes en amont ou en aval de la production, telles que l'extraction de matériaux achetés par l'entreprise pour la réalisation du produit ou les émissions liées au transport des salariés et des clients venant acheter le produit.

Stress hydrique
Les enjeux autour de l'utilisation, la gestion et le retraitement de l'eau figurent parmi les plus sensibles. Pour chaque entreprise, le score de stress hydrique évalue leur capacité à gérer les risques liés à l'eau dans la conduite de leurs activités ainsi que leur positionnement face aux problématiques de recyclage, d'efficience de consommation dans les processus de production, de recours à des solutions alternatives.

PILIER SOCIAL :

% de femmes au Conseil d'Administration
Pour chaque société analysée, nous suivons l'évolution de la part des femmes au sein du comité exécutif.

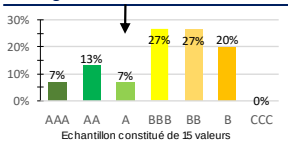
Développement du capital humain
Le développement du capital humain est un indicateur central dans l'analyse du climat social des entreprises. L'analyse porte sur la capacité des entreprises à attirer et retenir les talents, à former ses collaborateurs et à développer leurs compétences.

PILIER GOUVERNANCE :

% d'administrateurs indépendants
Pour chaque société analysée, nous suivons l'évolution du pourcentage d'administrateurs indépendants au sein du Conseil d'Administration.

Comportement éthique
Le comportement éthique des entreprises est un élément indispensable à la bonne marche et à la pérennité de leurs activités. Il influence directement leurs relations avec les différentes parties prenantes (clients, salariés, fournisseurs, communautés, investisseurs...). L'analyse porte notamment sur les problématiques de fraudes fiscales ou comptables, corruptions, blanchiment d'argent, violations des règles de concurrence, mauvais comportement des dirigeants.

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating ADP	Critères FU		Notes	Controverse
	A Score :7 Stable vs préc.	E	21,6TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★	Green
			Stress hydrique (7,6)	★★★★½	
		S	44,4% de femmes au Comex	★★★★½	
			Développement du capital humain (5,6)	★★★★★	
		G	Indépendance du CdAdm	★★★★★	
			Comportement ethic (7,3)	★★★★½	

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Synthèse des potentiels

Potentiel > +20 %		
Quadient		+49,1%
HEXAOM		+46,8%
Rubis		+42,0%
Ubisoft		+39,9%
Korian		+39,8%
Faurecia	«Les essentielles»	+38,9%
Beneteau		+29,2%
Orpea	«Les essentielles»	+27,8%
Vilmorin & Cie		+27,6%
Pierre & Vacances		+26,9%
SEB	«Les essentielles»	+25,4%
Safran	«Les essentielles»	+23,1%
Valeo		+23,0%

Potentiel compris entre +10 % et +20 %		
Plastic Omnium		+21,7%
Manitou		+17,7%
Boiron		+17,5%
Haulotte		+17,1%
Teleperformance	«Les essentielles»	+13,4%

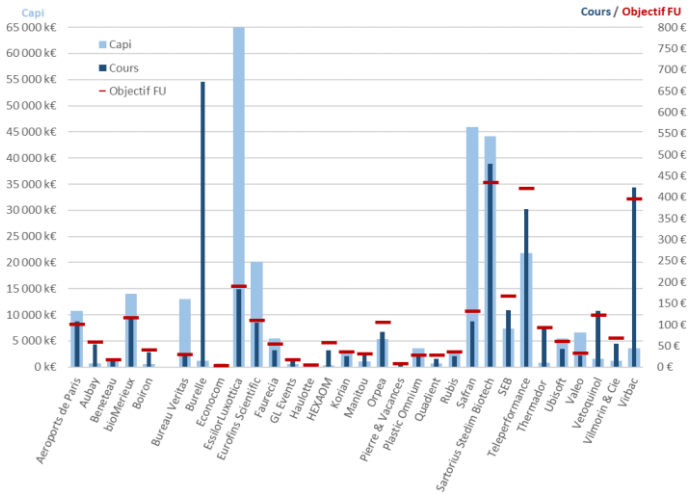
Potentiel compris entre 0 % et +10 %		
Aubay	«Les essentielles»	+11,6%
Bureau Veritas		+7,6%
Eurofins Scientific	«Les essentielles»	+5,6%
EssilorLuxottica	«Les essentielles»	+4,1%
GL Events		+1,6%

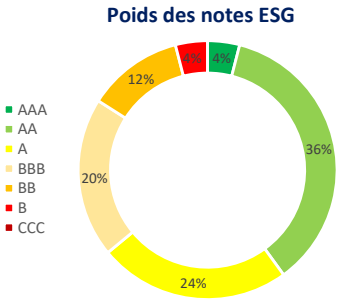
Potentiel < 0 %		
bioMerieux	«Les essentielles»	-0,9%
Econocom		-3,9%
Thermador		-4,0%
Aeroports de Paris		-5,6%
Virbac		-6,0%
Vetoquinol		-7,6%
Sartorius Stedim Biotech	«Les essentielles»	-9,1%

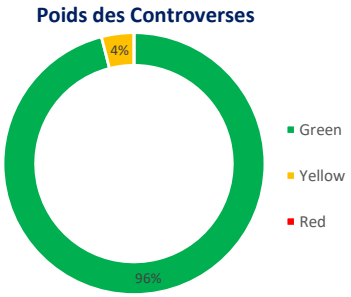
Synthèse des valorisations

Société	Rating / ESG	Controverse	Cours au 08/12/2021	Objectif FU	Potentiel %	Objectif FactSet [1]	Potentiel %
Aeroports de Paris	A	Green	108,2 €	102,1 €	-5,6%	104,3 €	-3,6%
Aubay	B	Green	53,4 €	59,6 €	+11,6%	60,5 €	+13,3%
Beneteau	BB	Green	13,7 €	17,7 €	+29,2%	17,2 €	+25,6%
bioMerieux	AA	Green	118,3 €	117,3 €	-0,9%	132,1 €	+11,7%
Boiron	BBB	Green	35,5 €	41,7 €	+17,5%	43,7 €	+23,0%
Bureau Veritas	AA	Green	28,8 €	31,0 €	+7,6%	30,5 €	+6,0%
Burelle	n.d	n.d	672,0 €	n.d	n.d	n.d	n.d
Econocom	BB	Green	3,5 €	3,3 €	-3,9%	3,3 €	-5,3%
EssilorLuxottica	AA	Green	184,1 €	191,6 €	+4,1%	186,4 €	+1,2%
Eurofins Scientific	BBB	Green	105,0 €	110,9 €	+5,6%	113,7 €	+8,3%
Faurecia	BB	Yellow	40,0 €	55,6 €	+38,9%	54,7 €	+36,7%
GL Events	BBB	Green	17,5 €	17,8 €	+1,6%	17,0 €	-2,7%
Haulotte	n.d	n.d	4,9 €	5,8 €	+17,1%	6,2 €	+25,6%
HEXAOM	n.d	n.d	39,7 €	58,3 €	+46,8%	57,2 €	+44,1%
Korian	A	Green	26,2 €	36,6 €	+39,8%	37,8 €	+44,4%
Manitou	AA	Green	27,4 €	32,3 €	+17,7%	35,3 €	+28,8%
Orpea	A	Green	82,5 €	105,5 €	+27,8%	125,8 €	+52,5%
Pierre & Vacances	n.d	n.d	6,8 €	8,7 €	+26,9%	9,8 €	+42,8%
Plastic Omnium	A	Green	24,2 €	29,4 €	+21,7%	29,0 €	+19,8%
Quadient	AA	Green	19,3 €	28,7 €	+49,1%	25,6 €	+32,8%
Rubis	AA	Green	25,3 €	35,9 €	+42,0%	40,8 €	+61,4%
Safran	BBB	Green	107,5 €	132,4 €	+23,1%	131,1 €	+21,9%
Sartorius Stedim Biotech	BBB	Green	479,3 €	435,5 €	-9,1%	490,6 €	+2,4%
SEB	A	Green	133,8 €	167,9 €	+25,4%	173,7 €	+29,8%
Teleperformance	AA	Green	372,1 €	421,9 €	+13,4%	427,5 €	+14,9%
Thermador	n.d	n.d	97,3 €	93,4 €	-4,0%	102,3 €	+5,2%
Ubisoft	A	Green	43,5 €	60,9 €	+39,9%	59,6 €	+37,0%
Valeo	AAA	Green	27,4 €	33,7 €	+23,0%	29,9 €	+9,1%
Vetoquinol	n.d	n.d	133,0 €	122,8 €	-7,6%	148,1 €	+11,4%
Vilmorin & Cie	AA	Green	54,5 €	69,5 €	+27,6%	76,9 €	+41,1%
Virbac	AA	Green	422,5 €	397,3 €	-6,0%	434,9 €	+2,9%

[1] L'objectif FactSet au 08/12/2021 correspond au consensus réalisé par FactSet à partir des données des analystes







- Initiation de couverture

Société	Date initiation de couverture	Cours en €	Objectif de cours

Fiches Valeurs

AEROPORTS DE PARIS

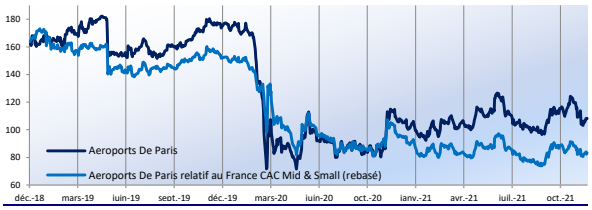
Secteur : Services aux entreprises

Cours au 08/12/2021	**108,2 €**
Objectif	**102,1€ (-5,6%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	ADP-PAR / FR0010340141
Capitalisation	10 703 M€
Flottant	26,2%
Extrêmes 12 m (€)	92,3€ / 126,6€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-12,4%	+8,4%	+1,3%
Perf. relative CAC Mid&Small	-8,1%	+9,4%	-14,7%



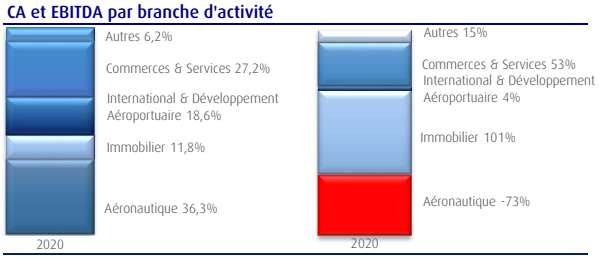
Résultats et enjeux

Au 1S21, la situation est restée délicate en raison de la résurgence de la pandémie qui a pesé sur le trafic du Groupe ADP entre janvier et mi-mai (vs impact en 2020 seulement à partir de mars) : -26,6% vs 1S20 soit 29,7% du niveau du trafic groupe du 1S19. En conséquence, les résultats sont naturellement restés faibles : 1/ CA1S21 à 989m€ (-15,3%), particulièrement affecté sur les activités aéronautiques (-22,9%) et commerciales (-22%). 2/ EBITDA à 155M€ (+116M€ à la faveur de gains exceptionnels), 3/ RN pdg en perte de -172M€ (vs +371M€).

Ces résultats sont inférieurs aux attentes du groupe qui révise en baisse la plupart de ses hypothèses et prévisions 2021 : 1/ trafic Groupe ADP entre 40% et 50% du trafic 2019 (45% à 55% préc.), 2/ trafic à Paris entre 30% et 40% du trafic 2019 (35% à 45% préc.), 3/ EBITDA / CA groupe entre 15% et 20% (vs 18% à 23% préc.), 4/ CAPEX annuels à Paris régulés et non régulés (hors Capex financier) en 2021-2022 entre 500/550M€ / an (vs 500/600 M€ préc.), 5/ DN/EBITDA de 6x à 7x d'ici fin 2022 (inchangé).

Nous restons prudents sur le dossier et identifions 3 sujets de préoccupation qui pourraient peser sur le titre à CT : 1 / la résurgence cet hiver de la pandémie pourrait fragiliser la reprise du trafic. A plus LT, un retour à la normale du trafic aérien n'est pas attendu avant 2025-2027 en raison du retour tardif des voyageurs d'affaires. 2/ la cession dans les 18 prochains moins de 8% du capital d'ADP par Schipol, marquant la fin de 13 ans d'alliance industrielle et capitalistique entre les 2 partenaires, 3/ l'incertitude concernant l'évolution des redevances aéroportuaires des prochaines années dont la détermination est liée au niveau du WACC, lui-même suspendu à l'avis de l'ART d'ici la fin d'année. Rappelons que la mission de l'ART est de veiller à ce que les redevances des aéroports en situation de monopole soient régulées. Pour ADP, cela signifie que les redevances qu'il pourra facturer aux compagnies dans les prochaines années ne doivent pas générer un rendement plus élevé que le WACC (i.e que son ROCE ne doit pas excéder le WACC). Pour rappel, le dernier avis de l'ART datant d'avant COVID, retenait un niveau de WACC entre 2 et 4,1%, très en deçà de l'hypothèse de 5,6% retenue par ADP, qui limitait donc le potentiel de hausse des tarifs d'ADP.

CA et EBITDA par branche d'activité



Activité

ADP est le 2ème groupe aéroportuaire européen et le leader en nombre de passagers transportés (235M de passagers/an dont 108M sur Paris). Il est spécialisé dans la conception, la construction et l'exploitation d'aéroports (24 sont exploités sous contrats de gestion ou en concession en IdF – notamment CDG, Orly, Le Bourget – et à l'International – TAV et GMR Airports). ADP tire ses revenus de 5 segments dont 3 essentiels : 1/ activités aéronautiques (ensemble des activités de prestations de services aux compagnies aériennes sur les aéroports de l'IdF et encadrée par un Contrat de Régulation Economique entre l'Etat et ADP), 2/ activités commerciales (boutiques, bars, restaurants...), 3/ l'International (activité des filiales et participations d'ADP).

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	4 700,0	2 137,0	2 614,8	3 767,7
EBITDA	1 772,0	168,0	489,0	1 288,5
EBITA	1 004,0	-903,0	-231,0	569,5
Résultat Financier	-206,0	-390,0	-323,5	-302,1
RN	637,0	-1 516,0	-378,0	311,3
RN part du groupe	588,0	-1 169,0	-453,0	237,3

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	13 482,0	13 744,0	13 659,0	13 576,0
dont GW	190,0	190,0	190,0	190,0
BFR	-1 203,0	-1 332,0	-1 074,8	-904,2
Fonds Propres totaux	6 007,0	4 213,0	3 835,0	4 146,3
Endettement Financier net	5 254,0	7 336,0	7 710,9	7 393,6

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	1 395,5	168,0	575,6	1 075,0
CAPEX	-1 203,0	-848,0	-550,0	-550,0
CAF / CAPEX	-1,2	-0,2	-1,0	-2,0
Variation de BFR	145,0	114,0	-257,2	-170,6
Pay-Out	12%	0%	0%	154%
FCF Opérationnel	337,5	-566,0	-231,6	354,4

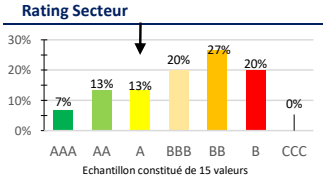
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
Gearing	87%	174%	201%	178%
DN/EBITDA	3,0x	43,7x	15,8x	5,7x
GW/FP	3,2%	4,5%	5,0%	4,6%
Marge d'EBITA	21,4%	-42,3%	-8,8%	15,1%
Marge nette	12,5%	-54,7%	-17,3%	6,3%
ROE	9,8%	-27,7%	-11,8%	5,7%
ROCE	8,2%	-7,3%	-1,8%	4,5%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	5,72	-7,83	-3,54	2,19
Dividende net	0,70	0,00	0,00	3,70
CAF / action	14,10	1,70	5,82	10,86
Actif net par action	50,85	36,90	32,33	34,72

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	165,8 €	106,3 €	108,2 €	108,2 €
PER	29,0x	-13,6x	n.s	49,4x
P / CAF	11,8x	62,6x	18,6x	10,0x
Rdt du FCF opérationnel	1,5%	-4,1%	n.s	1,8%
P / AN	3,3x	2,9x	3,3x	3,1x
VE / CA	4,9x	6,5x	7,6x	5,2x
VE/ EBITDA	12,9x	82,4x	40,8x	15,2x
VE/ EBITA	22,8x	-15,3x	n.s	34,4x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating ADP

A
Score :7

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	38,1TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (7,6)	★★★★
S	44,4% de femmes au Comex	★★★★½
	Développement du capital humain (5,6)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (72,2%)	★★★★★
	Comportement ethic (7,3)	★★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

AUBAY

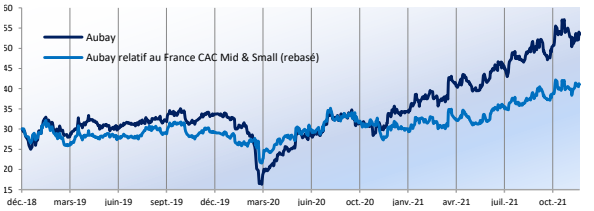
Secteur : ESN

Cours au 08/12/2021	**53,4 €**
Objectif	**59,6€ (+11,6%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	AUB-PAR / FR0000063737
Capitalisation	706 M€
Flottant	53,9%
Extrêmes 12 m (€)	33,4€ / 57,1€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-6,5%	+5,5%	+51,5%
Perf. relative CAC Mid&Small	-2,2%	+6,6%	+35,5%



Résultats et enjeux

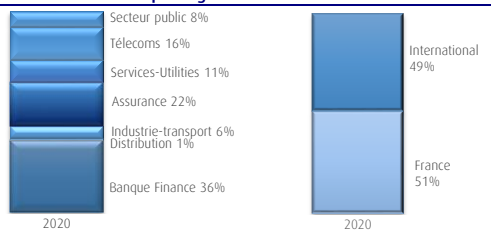
Le début d'année 2021 est particulièrement favorable pour Aubay. Selon sa direction, rarement un semestre ne se sera aussi bien passé que celui-ci, alignant les records tant en termes d'appels d'offres et de démarrages de missions que d'ouvertures de comptes. L'industrialisation du patrimoine applicatif, la réécriture des applications pour migrer dans le cloud, la réglementation ou encore la résilience des infrastructures sont autant d'éléments qui continuent de soutenir l'activité.

Dans ce contexte, les résultats 1S21 dépassent largement les attentes : 1/ CA de 233M€ (+8,5% publié et pcc, au-dessus de l'objectif MT à +5/+7%, avec une accélération de la croissance sur le 2T (+13,3%) malgré la base de comparaison élevée (seulement -2,7% pcc au 2T20)). La progression est homogène entre la France et l'International. 2/ MOP de 9,6% (+0,9pts), proche de son plus haut historique de 9,7%, tirée à la fois par i/la France (+0,7pt à 8,2%) et l'International (+1pt à 11,1%), ii/ la forte croissance des volumes, iii/de très bon taux d'activité des consultants de 93,8% vs 92.7% au 1S20, iv/la forte hausse des recrutements (+215 collaborateurs net soit +3,2% sur les effectifs), en avance sur le plan de marche, v/la bonne maîtrise des TJM et des salaires moyens. 3/ Trésorerie excédentaire stable à 44M€ en lien avec la saisonnalité mais qui devrait progresser fortement sur le 2S.

Le CA 3T accélère (+11,9%pcc) avec des flux d'affaires records (+15/+20% sur la croissance du carnet, soit le même niveau qu'au début de l'année) et des recrutements qui se poursuivent malgré des difficultés rencontrées en France. Le groupe est ainsi bien engagé pour réaliser un excellent 2S21, le conduisant à ajuster pour la 2ème fois consécutive sa guidance 2021 : 1/ CA dans une fourchette entre 465/470M€ (vs 456/465M€ préc. et 440/450M€ init.), 2/ MOP entre 10%/10,5% (vs 9,5%/10,5%).

Notre opinion reste toujours aussi favorable sur le dossier pour la qualité du management, sa bonne gestion de la croissance organique et sa capacité à atteindre ses objectifs, très probablement dans le haut des fourchettes pour 2021. Nous regrettons néanmoins l'absence d'opération M&A qui, selon la direction, s'explique davantage par le manque d'intérêt et de qualité que par des prix élevés.

CA par secteur d'activité et par région



Activité

Aubay est une Entreprise de Services Numériques proposant un service personnalisé pour les grands groupes de tous secteurs en France et en Europe. Son profil d'activité est équilibré entre les projets autour des nouvelles technologies (SMACS) et la gestion du patrimoine applicatif de ses clients grands comptes (activité permettant de répondre à des besoins récurrents). Le groupe bénéficie par ailleurs d'une bonne visibilité à la faveur des contrats pluriannuels (environ 50% du CA). L'évolution de son CA est fortement corrélée à celle de ses effectifs.

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	417,8	426,4	468,5	496,6
EBITDA	50,2	48,8	56,5	59,9
EBITA	42,8	41,2	49,3	52,1
Résultat Financier	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5
RN	26,4	26,1	34,5	36,4
RN part du groupe	26,4	26,1	34,5	36,4

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	166,5	160,7	159,8	156,8
dont GW	0,8	0,8	-0,2	-2,2
BFR	36,0	23,6	25,9	27,5
Fonds Propres totaux	184,3	202,9	228,7	257,9
Endettement Financier net	-11,6	-44,6	-80,1	-120,7

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	35,3	39,6	42,7	45,3
CAPEX	-2,1	-2,1	-2,3	-2,5
CAF / CAPEX	16,9	18,6	18,2	18,2
Variation de BFR	1,7	9,7	2,3	1,6
Pay-Out	30%	33%	24%	58%
FCF Opérationnel	34,9	47,2	42,7	44,4

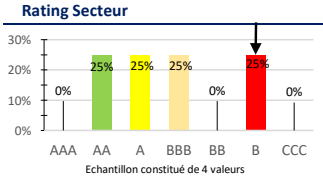
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
Gearing	-6%	-22%	-35%	-47%
DN/EBITDA	-0,2	-0,9	-1,4	-2,0
GW/FP	0,4%	0,4%	-0,1%	-0,8%
Marge d'EBITA	10,2%	9,7%	10,5%	10,5%
Marge nette	6,3%	6,1%	7,4%	7,3%
ROE	14,3%	12,9%	15,1%	14,1%
ROCE	21,1%	22,4%	26,5%	28,3%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	2,01	1,99	2,62	2,77
Dividende net	0,60	0,66	0,63	1,63
CAF / action	2,68	3,02	3,25	3,45
Actif net par action	14,13	15,56	17,54	19,78

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	31,5 €	29,4 €	53,4 €	53,4 €
PER	15,7x	14,8x	20,4x	19,3x
P / CAF	11,8x	9,8x	16,4x	15,5x
Rdt du FCF opérationnel	8,6%	13,7%	6,9%	7,6%
P / AN	2,2x	1,9x	3,0x	2,7x
VE / CA	1,0x	0,8x	1,3x	1,2x
VE/ EBITDA	8,1x	7,1x	11,0x	9,7x
VE/ EBITA	9,4x	8,4x	12,6x	11,2x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Aubay

B
Score :1,9

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	9TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (n.d)	n.d
S	33,3% de femmes au Comex	★★★½
	Développement du capital humain (0,6)	★
G	Indépendance du CdAdm (50,0%)	★★★★★
	Comportement ethic (5)	★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

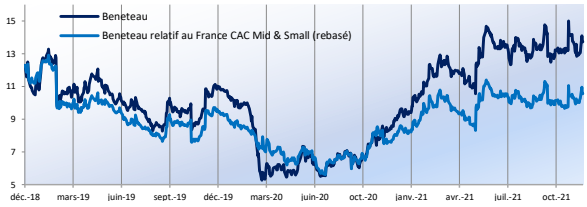
Source : Financière d'Uzès

BENETEAU		Cours au 08/12/2021	13,7 €
Secteur : Loisirs	PEA - PME	Objectif	17,7€ (+29,2%)

Données boursières

MNEMO / ISIN	BEN-PAR / FR0000035164
Capitalisation	1 136 M€
Flottant	44,3%
Extrêmes 12 m (€)	9,2€ / 15,0€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+3,6%	+3,5%	+51,3%
Perf. relative CAC Mid&Small	+7,9%	+4,5%	+35,3%



Résultats et enjeux

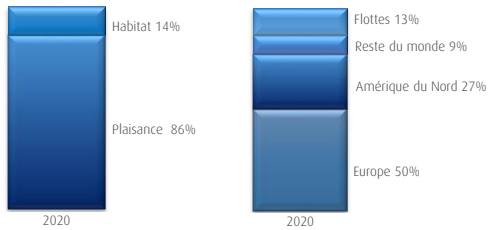
Les résultats du S1 sont encourageants et confirment la bonne orientation des marchés du nautisme et de l'hôtellerie de plein air d'une part, un fort rebond des résultats d'autre part (malgré l'absence de données comparables et le décalage de la date de clôture de l'exercice). Dans le détail, le groupe publie : 1/ un CA en progression de +3.4% (+5.1% cc) à 658.8M€, 2/un ROC en hausse de +75.6% à 61.3 M€ soit une marge opérationnelle en hausse de +380pb à 9.3% après hausse du volume d'activité et impact des mesures d'adaptation (économies de coûts et baisse des amortissements pour près de 15M€), 3/un FCF en forte hausse à 98.6 M€ (baisse du BFR et des investissements comme annoncé).

Fort d'un CA à fin octobre (10 mois) de 1012,3M€ (+3.1% et +4.4%cc) et d'un carnet de commandes record (2075M€ +40% à fin août, livrable sur 2021 et 2022) témoignant d'une demande robuste et d'une recomposition progressive des stocks distributeurs, Bénéteau confirme l'objectif d'une progression de plus de +7% de son CA en 2021, dont +6% en Bateaux et +15% en Habitat. Parallèlement, le groupe indique relever son attente de ROC pour l'ensemble de l'année dans une fourchette de 59-65 M€ vs « au moins » 55M€ précédemment et 27.4M€ publié au titre de 2020. Nos estimations sont en ligne à 63M€ et 5.3% du CA (+280pb).

Surtout, le groupe s'engage sur un nouvel exercice de forte croissance pour 2022, > à 2 chiffres dans les 2 divisions du groupe (excellent taux de réservation). Sur cette base, le ROC pourrait franchir un nouveau cap à 107.5M€ et 8.3% du CA (+300pb) pour une MOP cible >10% dès lors que l'activité sera revenue à son niveau de 2019, sans doute avant l'échéance du Plan « Let's go beyond 2020/2025 ».

Les tensions sur les approvisionnements sont une difficulté, mais les progrès sont réels et encourageants, la croissance robuste et la visibilité en nette amélioration. Le groupe conserve son profil de recovery avec un levier fort qui se prolongera en 2022/2023. La valorisation est encore modérée au regard du potentiel de revalorisation des marges.

CA par activité et zone géographique



Activité

Bénéteau figure parmi les principaux acteurs de l'industrie nautique avec un leadership mondial et une pdm de près de 30% sur le segment Voile, une diversification réussie dans les bateaux à moteur, et une offre centrée autour de marques fortes dont BENETEAU, JEANNEAU, LAGOON, PRESTIGE, MONTE CARLO YATCHS ou CNB. Il détient aussi des positions importantes dans l'Habitat de Loisirs où il est leader en Europe avec ses marques O'HARA, IRM et COCO SWEET. Très affecté par les crises financières et sanitaires de 2009 puis 2020, le groupe a enchaîné les Plans de transformation depuis 5 ans avec la mise en oeuvre depuis juillet 2020 et sous l'impulsion de son nouveau Président, d'un nouveau Plan, "Let's go Beyond" : CA de 1,4Md€ et une MOP de 10% à horizon 2025.

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	1 336,2	1 344,5	1 182,3	1 300,5
EBITDA	156,3	93,0	132,9	179,6
EBITA	82,1	-8,1	62,7	107,5
Résultat Financier	-2,9	-5,4	-5,0	-4,0
RN part du groupe	49,5	-80,9	41,1	71,3

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	514,6	466,5	456,3	444,1
dont GW	91,1	91,1	91,1	91,1
BFR	72,7	46,9	65,6	72,1
Fonds Propres totaux	644,1	544,2	585,2	637,5
Endettement Financier net	-97,0	-93,4	-126,0	-183,8

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	125,1	71,7	111,3	143,4
Investissement	-81,8	-53,0	-60,0	-60,0
CAF / Invt	-1,5	-1,4	-1,9	-2,4
Variation de BFR	-58,9	25,8	-18,7	-6,6
Pay-Out	0,4	0,0	0,5	0,3
FCF opérationnel	-15,6	44,5	32,6	76,9

Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
Gearing	-15,1%	-17,2%	-21,5%	-28,8%
DN/EBITDA	-0,6x	-1,0x	-0,9x	-1,0x
GW/FP	14,1%	16,7%	15,6%	14,3%
Marge d'EBIT	6,1%	-0,6%	5,3%	8,3%
Marge nette	3,7%	-6,0%	3,5%	5,5%
ROE	7,7%	-14,9%	7,0%	11,2%
ROCE	14,0%	-1,6%	12,0%	20,8%

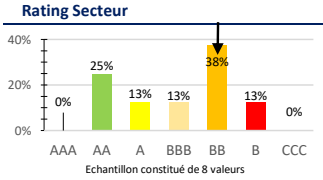
Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA corrigé	0,60	-0,98	0,50	0,86
Dividende net	0,23	0,00	0,23	0,26
CAF / action	1,51	0,87	1,34	1,73
Actif net par action	7,56	6,59	6,85	7,45

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	11,4 €	8,0 €	13,7 €	13,7 €
PER	19,0x	-8,2x	27,7x	15,9x
P / CAF	7,5x	9,2x	10,2x	7,9x
Rdt du FCF opérationnel	-1,8%	7,8%	3,2%	8,1%
P / AN	1,5x	1,2x	2,0x	1,8x
VE / CA	0,6x	0,4x	0,9x	0,7x
VE/ EBITDA	5,4x	6,1x	7,6x	5,3x
VE/ EBIT	10,3x	n.s	16,1x	8,9x

2020/16 mois (sept 2019/dec 2020)

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Beneteau

BB
Score :3,6
Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	19,6TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (n.d)	n.d
S	42,9% de femmes au Comex	★★★★
	Développement du capital humain (5,6)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (42,9%)	★★★★
	Comportement ethic (6,3)	★★★

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

BIOMERIEUX

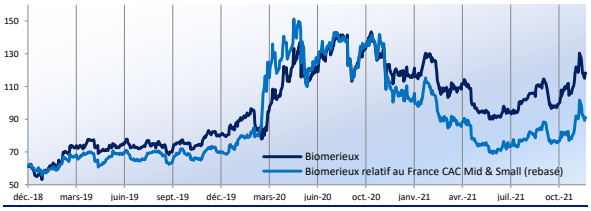
Secteur : Santé

Cours au 08/12/2021	**118,3 €**
Objectif	**117,3€ (-0,9%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	BIM-PAR / FR0013280286
Capitalisation	14 002 M€
Flottant	36,0%
Extrêmes 12 m (€)	89,9€ / 130,5€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+11,3%	+7,5%	-0,8%
Perf. relative CAC Mid&Small	+15,6%	+8,6%	-16,7%

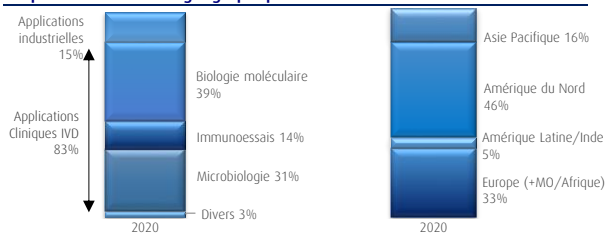


Résultats et enjeux

Les résultats du S1 sont bons au plan de l'activité comme des marges. Le CA s'est établi à 1574 M€ (+6.6% et +12.3% à tcc), le ROP à 374M€ (+47.8%) et 23.8% du CA (25.5% hors impact change), un plus haut jamais atteint à considérer comme exceptionnel et non reproductible par la société.
Sans surprise, l'activité décélère depuis le T2 en Biologie Moléculaire (+4.9%pcc/9mois) en raison du recul des ventes de tests PCR-COVID aux USA mais elle accélère sur les autres gammes : Microbiologie (+13%pcc/9mois), Immunoessais (+20.7%pcc/9 mois), Applications Industrielles (+14.5%/9 mois pcc) avec un bon accueil des lancements récents. Le discours se veut par ailleurs rassurant en Biologie moléculaire en dessinant une sortie de crise COVID sans effondrement brutal des ventes : i/ bon T3 (+7.8%pcc) avec le rebond des cas covid aux USA et probablement bon T4 avec la remontée des contaminations en Europe, ii /accélération des ventes hors US (40% vs 23% en 2020) et des panels non respiratoires (34% des ventes de BioFire vs 25% au S1 2020), iii/ hausse des clients utilisateurs de plus de 2 panels.
Les objectifs annuels sont relevés dans des proportions significatives mais deviennent probablement trop prudents au regard de la hausse récente de l'intensité épidémique et de la diffusion probable du variant Omicron, supposé plus contagieux : 1/croissance organique entre +4% et +7% vs 0 à +5% (soit un T4 implicite à -6.8%), 3/ ROC contributif >700M€ vs 613 M€ après économies de coûts supérieures aux attentes compte tenu d'un redémarrage tardif des dépenses commerciales et marketing. Nos estimations se calent un peu au-delà à 3280M€ de CA (+5.2% dont +8%pcc) et 733M€ de ROC (+20%).

Compte tenu des incertitudes, nous conservons un profil prudent pour 2022 et 2023 qui devraient être des exercices de normalisation (hors recrudescence des contaminations) mais sans effondrement non plus après 2 exercices exceptionnels. A CT, et aussi longtemps que le momentum est bien entretenu, le titre devrait bien réagir. Fondamentalement, nous le pensons à son prix avec pour autant une décote encore importante vs notre échantillon de comparables (>25%). A noter le relèvement de la notation ESG en AA vs A au vue de la bonne gestion du capital humain.

CA par activité et zone géographique



Activité

BioMérieux fait partie des grands leaders mondiaux du Diagnostic in vitro (DIV) destiné à des applications médicales et industrielles. Les systèmes commercialisés le sont dans le cadre d'une offre intégrée combinant instruments, réactifs et logiciels de traitement. Le groupe s'est fait remarquer en 2020 en mettant très rapidement sur le marché plusieurs tests de détection du Covid-19.

Ses concurrents : Becton Dikinson (US), Quiagen (US), Biorade (US), Diasorin (It), Thermafisher (US), Roche (CHF), Abbott (US), Siemens (All), Danaher Corp (US).

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	2 674,9	3 118,3	3 246,6	3 276,9
EBITDA	578,0	823,4	905,3	785,5
EBITA	388,5	612,6	713,3	583,9
EBIT	370,6	552,9	676,7	547,3
Résultat Financier	-23,1	-28,5	-20,0	-20,0
RN	269,7	402,9	505,7	406,0

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	2 343,3	2 266,2	2 398,9	2 524,9
dont GW	652,5	629,4	629,4	629,4
BFR	431,9	477,3	496,9	501,6
Fonds Propres totaux	2 254,6	2 481,3	2 915,3	3 246,0
Endettement Financier net	317,3	92,1	-206,2	-422,8

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	480,2	632,9	716,0	625,9
CAPEX	-272,5	-277,5	-324,7	-327,7
CAF / CAPEX	-1,8	-2,3	-2,2	-1,9
Variation de BFR	72,8	45,4	19,6	4,6
Pay-Out	-16,1%	-8,2%	-18,1%	-15,2%
FCF opérationnel	280,5	400,8	411,0	302,9

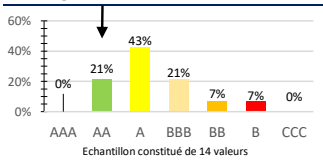
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
DN/FP	14%	4%	-7%	-13%
DN/EBITDA	0,5x	0,1x	-0,2x	-0,5x
GW/FP	28,9%	25,4%	21,6%	19,4%
M/EBITA	14,5%	19,6%	22,0%	17,8%
Marge nette	10,1%	12,9%	15,6%	12,4%
ROE	12,1%	16,3%	17,4%	12,6%
ROCE	13,4%	21,7%	24,1%	18,7%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA publié	2,30	3,42	4,29	3,44
Dividende net	0,19	0,62	0,65	0,68
CAF / action	1,35	5,35	6,05	5,29
Actif net par action	6,35	20,96	24,63	27,42

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier *	72,8 €	115,5 €	118,3 €	118,3 €
PE	31,6x	33,8x	27,6x	34,3x
P / CAF	53,8	21,6	19,6	22,4
Rdt du FCF opérationnel	1,1%	2,9%	3,0%	2,2%
P / AN	11,5x	5,5x	4,8x	4,3x
VE / CA	9,8x	4,4x	4,2x	4,1x
VE/ EBITDA	45,3x	16,7x	15,2x	17,3x
VE/EBITA	67,4x	22,5x	19,3x	23,3x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating BioMerieux

AA
Score :8,4

en hausse vs préc.

	Critères FU	Notes
E	14,7TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (6,3)	★★★
S	44,4% de femmes au Comex	★★★½
	Développement du capital humain (6,4)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (66,7%)	★★★★★
	Comportement ethic (5,2)	★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

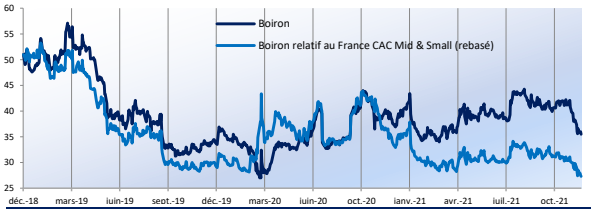
Source : Financière d'Uzès

BOIRON		Cours au 08/12/2021	**35,5 €**
Secteur : Santé	PEA - PME	Objectif	**41,7€ (+17,5%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	BOI-PAR / FR0000061129
Capitalisation	623 M€
Flottant	24,3%
Extrêmes 12 m (€)	34,0€ / 44,3€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-15,9%	-13,9%	-3,8%
Perf. relative CAC Mid&Small	-11,6%	-12,9%	-19,8%



Résultats et enjeux

Le S1 2021 a encore été profondément impacté par la baisse du remboursement de l'homéopathie et la faiblesse de la pathologie. Le CA s'est établi à 190M€ (-25% avec une chute des volumes concentrée sur la France et les USA), le ROC en perte de -12.3M€ malgré la mise en œuvre du PSE et la fermeture de 12 établissements de préparation distribution (-318 personnes) sur les 27 existants.

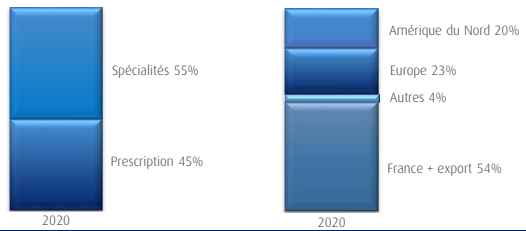
Le CA T3 est plus encourageant et en légère hausse (+1%), par contraste avec les baisses d'activité enregistrées depuis 2019. Sans surprise, le déremboursement en France continue de peser sur les ventes d'HNC (-9,4% au T3, -12,3% à 9 mois). En revanche le succès des nouveaux produits (27M€ CA/9 Mois, 40 M€ CA attendu en 2021) permet à l'OTC d'afficher une croissance au T3 (+8,5%), sans pour autant compenser le manque à gagner du S1 (CA 9 mois à -18.3%).

Sur l'année, Boiron guide sur une baisse significative de son CA et un ROP positif, entre 25/30M€ après -30M€ d'économie (fermeture de 12 sites et baisse des Opex liée au covid). Nos estimations retiennent un CA de 447M€ (-13%) et un ROP de 28M€ (-26%) après 38M€ publié en 2020.

Les grands enjeux sont reconduits : 1/ réussir la mise en place de la nouvelle organisation en France : i/ élément positif, la refonte de la politique tarifaire est bien accueillie par les pharmacies, ii/ l'activité en revanche n'est pas encore stabilisée et va rester sous pression au T4 avec une inversion de tendance envisagée à partir de janvier 2022, iii/ le plan de restructuration se déroule normalement et aura permis en cumul une baisse de coûts de 75M€ sur la période 2019/2021 dont >30M€ en année pleine au titre de 2021 et 15M€ encore à constater en 2022, 2/ poursuivre le développement international, 3/ accélérer les lancements de produits qui ressortent aujourd'hui comme plutôt convaincants (40M€ de CA en 2021 : Arnitrosium, Boceal, Cocyntal, Osmobiotic, Autotests Covid...).

La visibilité est encore faible mais 2022 devrait offrir plus de satisfaction sous réserve d'une reprise des volumes qui, combinée à la baisse des opex (-15M€ complémentaires), doit permettre au levier opérationnel de s'exprimer plus positivement.

CA par activité et zone géographique



Activité

Entreprise familiale fondée en 1932, Boiron est le leader mondial de l'homéopathie, marché principalement européen mais en développement aux USA et en Europe de l'Est. Le groupe occupe une position dominante sur le marché des médicaments homéopathiques à nom commun (HNC), consolidée par sa fusion en juin 2004 avec Dolisos. Encore bousculé par la décision de la HAS de baisser puis déremboursement totalement les médicaments homéopatiques au 1/1/2021, le groupe a entrepris un plan de réorganisation massif avec obligation d'accélérer son développement à l'international et sur les produits de Spécialité.

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	557,1	513,6	446,8	460,6
EBITDA	103,0	100,9	59,6	82,4
EBIT	66,9	68,3	28,0	49,9
Résultat Financier	-2,5	-1,0	-1,0	-1,0
RN part du Groupe	40,6	26,2	18,9	34,2

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	349,9	340,4	320,4	306,9
dont GW	89,6	89,6	89,6	89,6
BFR	70,9	33,7	29,4	30,3
Fonds Propres totaux	505,5	509,1	511,4	533,6
Endettement Financier net	-202,4	-230,0	-219,1	-253,9

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	79,6	94,0	50,5	66,8
CAPEX	37,5	18,9	19,0	19,0
CAF / CAPEX	2,1	5,0	2,7	3,5
Variation de BFR	31,9	-37,2	-4,4	0,9
Pay-Out	45,4%	63,6%	63,6%	50,0%
FCF opérationnel	10,1	112,3	35,9	46,9

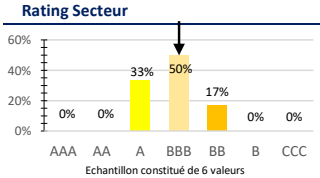
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
DN/FP	-40%	-45%	-43%	-48%
DN/EBITDA	-1,5	-2,2	-2,2	-4,3
GW/FP	17,7%	17,6%	17,5%	16,8%
M/EBIT	12,0%	13,3%	6,3%	10,8%
Marge nette	9,2%	7,9%	5,9%	4,1%
ROE	8,0%	5,1%	3,7%	6,4%
ROCE	15,9%	18,3%	8,0%	14,8%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA retraité	2,31	1,49	1,08	1,95
Dividende net	1,05	0,95	0,69	0,97
CAF / action	4,53	5,36	2,88	3,81
Actif net par action	27,73	28,07	28,46	29,44

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	41,5 €	35,5 €	35,5 €	35,5 €
PER	18,0	23,8	32,9	18,2
P / CAF	9,2	6,6	12,3	9,3
Rdt du FCF opérationnel	1,9%	28,5%	7,8%	11,0%
P / AN	1,5	1,3	1,2	1,2
VE / CA	0,9	0,8	1,0	0,9
VE/ EBITDA	5,1	3,9	7,7	5,2
VE/ EBIT	7,9	5,8	16,4	8,5

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Boiron

BBB
Score :5,1
en hausse vs préc.

	Critères FU	Notes
E	13,3TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (n.d)	n.d
S	57,1% de femmes au Comex	★★★★★
	Développement du capital humain (0,2)	★
G	Indépendance du CdAdm (35,7%)	★★★½
	Comportement ethic (6,6)	★★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

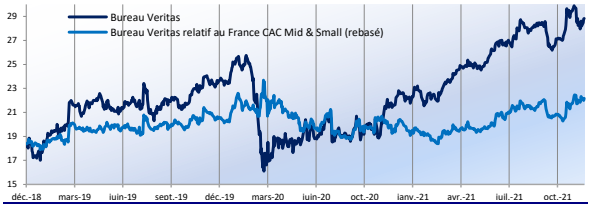
BUREAU VERITAS
Secteur : Service aux entreprises

Cours au 08/12/2021	**28,8 €**
Objectif	**31,0€ (+7,6%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	BVI-PAR / FR0006174348
Capitalisation	13 037 M€
Flottant	62,9%
Extrêmes 12 m (€)	21,5€ / 29,9€

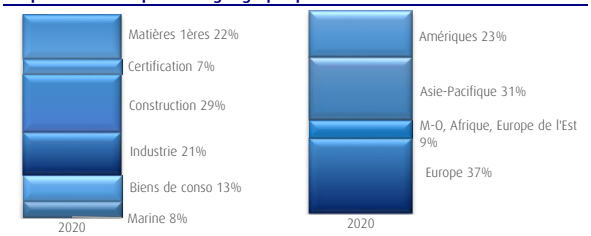
Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-2,3%	+2,2%	+26,3%
Performance relative	+2,0%	+3,2%	+10,4%



Résultats et enjeux

Le 1S ressort supérieur aux attentes du marché, illustrant le fort potentiel de redressement du portefeuille d'activités, diversifié et bien positionné pour répondre à la demande des clients : 1/ CA à +14,3 %pcc (et +4,1% vs 1S2019), marqué par une excellente performance de toutes les activités, en particulier Certification (38,6%pcc), Biens de consommation (+23,4%pcc) et Bâtiment & Infrastructures (+19,5%pcc), 2/ MOP de 15,6% (+583pb), 3/ FCF de 229M€ (-15,1%), DN/EBITDA de 1,3x vs 2x au 1S20.
Ces résultats s'accompagnent d'un relèvement partiel des guidances 2021 : CA en forte croissance pcc (high single digit), vs « solide croissance » init, confirmé par la croissance sur 9m à +11,9%pcc, MOP ajustée en amélioration, 3/ FCF à un niveau élevé.
Le groupe a détaillé son plan stratégique à horizon 2025 qui dans les chiffres apparaît peu ambitieux au regard des opportunités de croissances mis en évidence lors de la présentation dans les domaines de la digitalisation, de la transition énergétique ou des technologies : 1/ CA en croissance modérée à 1 chiffre (entendre par là : +>5%) ; 2/ MOP >16%, vs 16,3% sur l'année de référence 2019, en raison d'un mix activité moins favorable (B&I attendu en forte croissance mais moins rentable que Marine dont la croissance devrait être plus faible) ; 3/ taux de conversion du cash > 90% l'EBITDA.
La direction reconnait sur les 2 premiers objectifs être très conservateur et avance quelques éléments qui laissent supposer un probable dépassement de ceux-ci : 1/ l'inflation sur les salaires (aux US et sur certaines spécialités telles que la cybersécurité) pourra aisément être répercutée aux clients et permettre de surpasser l'objectif de croissance de CA, qui doit s'entendre essentiellement comme une croissance en volume ; 2 / sur la MOP, le management reconnaît un excès de prudence, affirmant être confortable avec le consensus 2023 (16,7%).
Ce plan n'aura pas introduit de profonds changements dans nos estimations, ni même dans notre objectif de cours. Néanmoins, la confirmation du groupe de vouloir poursuivre ses acquisitions (200M€/an sur des sociétés de petite taille, en ligne avec les montants déboursés entre 2015-20) et surtout la disponibilité à réaliser, en cas d'opportunité, une opération de plus grande taille pourrait contribuer à une revalorisation du titre.

CA par activité et par zone géographique



Activité

Bureau Veritas est leader mondial dans le domaine des tests, inspections et certifications mis en œuvre pour répondre aux problématiques de qualité, hygiène, sécurité, responsabilité sociale et développement durable de leurs clients grands comptes. Le groupe intervient sur de multiples marchés dont l'Agroalimentaire & Agriculture, l'Automobile & Transport, le Pétrole et Gaz, la Chimie, l'Energie & Utilities, les produits de consommation, commerce de détail & distribution, le secteur public, le secteur maritime ou encore manufacturing et process.
Ses concurrents se nomment SGS et Intertek.

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	5 099,7	4 601,1	4 995,8	5 245,6
EBITDA	1 146,0	1 050,4	1 193,9	1 268,7
EBITA	831,5	615,0	803,8	859,0
Résultat Financier	-118,6	-137,8	-99,1	-79,0
RN	392,6	138,9	386,6	435,6
RN part du groupe	367,9	125,3	362,6	405,6

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	3 778,3	3 360,7	3 238,6	3 063,3
dont GW	2 075,1	1 942,9	1 942,9	1 942,9
BFR	359,8	200,6	267,3	280,7
Fonds Propres totaux	1 322,1	1 285,7	1 515,1	1 598,9
Endettement Financier net	1 813,3	1 329,1	1 258,0	745,0

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	757,7	573,5	808,0	993,9
CAPEX	-122,7	-88,3	-124,9	-141,6
CAF / CAPEX	-6,2	-6,5	-6,5	-7,0
Variation de BFR	-17,2	149,0	-66,7	-13,4
Pay-Out	0%	52%	77%	79%
FCF Opérationnel	617,8	634,2	616,4	838,9

Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
Gearing	137%	103%	83%	47%
DN/EBITDA	1,6x	1,3x	1,1x	0,6x
GW/FP	157,0%	151,1%	128,2%	121,5%
Marge d'EBITA	16,3%	13,4%	16,1%	16,4%
Marge nette	7,2%	2,7%	7,3%	7,7%
ROE	27,8%	9,7%	23,9%	25,4%
ROCE	20,1%	17,3%	22,9%	25,7%

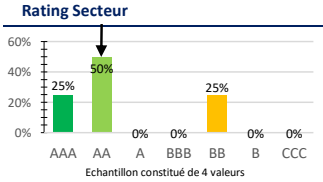
Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	1,20	0,69	1,01	1,12
Dividende net	0,00	0,36	0,80	0,90
CAF / action	1,70	1,29	1,79	2,20
Actif net par action	2,86	2,80	3,26	3,39

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	21,5 €	20,4 €	28,8 €	28,8 €
PER	18,0x	29,5x	28,4x	25,8x
P / CAF	12,7x	15,9x	16,1x	13,1x
Rdt du FCF opérationnel	5,1%	5,8%	4,2%	5,9%
P / AN	7,5x	7,3x	8,8x	8,5x
VE / CA	2,4x	2,4x	2,9x	2,7x
VE/ EBITDA	10,5x	10,3x	12,2x	11,2x
VE/ EBITA	14,4x	17,7x	18,2x	16,5x

Source : Financière d'Uzès

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating BV

AA
Score :8,5

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	24,2TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (6,9)	★★★½
S	41,7% de femmes au Comex	★★★★
	Développement du capital humain (4,5)	★★★★½
G	Indépendance du CdAdm (66,7%)	★★★★★
	Comportement ethic (7,3)	★★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

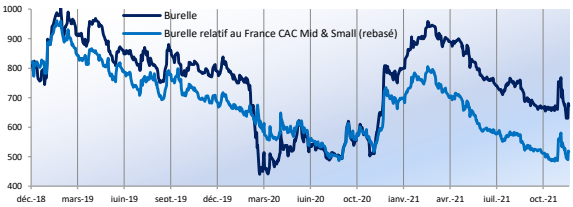
BURELLE
Secteur : Equipementiers Automobiles

Cours au 08/12/2021	**672 €**
Décote sur ANR	**-64%**

Données boursières

MNEMO / ISIN	BUR-PAR / FR0000061137
Capitalisation	1 181 M€
Flottant	14,4%
Extrêmes 12 m (€)	630,0€ / 958,0€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+1,5%	-2,9%	-13,8%
Perf. relative CAC Mid & Small	+5,8%	-1,9%	-29,8%



Résultats et enjeux

Au 08-12-21 sur la base d'un cours de Plastic Omnium à 24,2€, l'actif net réevalué de Burelle ressort à 3298,8M€, soit 1876,4€ par action. A cette date, le cours de l'action Burelle (672,0€) fait ressortir une décote de -64% sur l'ANR.

Historiquement, la décote moyenne s'est établie dans une fourchette de 20% à 30%. Le titre nous semble ainsi sous-valorisé.

Activité

Burelle est une société holding, maison mère du groupe Plastic Omnium qui contribue pour l'essentiel des résultats consolidés de Burelle. Son 2ème actif, BURELLE Participations, a comme objectif de générer des plus-values sur des périodes de 5 à 7 ans. Enfin, SOFIPARC détient et gère un patrimoine immobilier à caractère non industriel situé en Ile-de-France et dans la région lyonnaise.

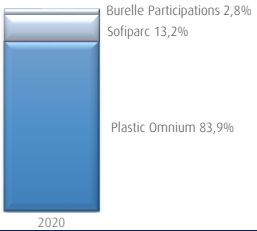
Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	8 493,6	7 073,2	7 285,6	8 186,5
EBITDA	1 005,3	648,0	988,6	1 028,6
EBITA	510,6	118,3	353,2	505,3
Résultat Financier	-77,8	-68,5	-70,0	-56,6
RN	240,4	-249,2	151,6	271,7
RN part du groupe	258,2	-251,1	165,6	285,7

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	4 073,7	3 578,3	3 297,0	3 172,4
dont GW	1 017,8	1 014,4	1 014,4	1 014,4
BFR	-657,6	-550,4	-478,5	-537,7
Fonds Propres totaux	2 343,6	1 940,3	2 054,6	2 220,6
Endettement Financier net	739,8	806,9	770,0	485,1

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	839,3	569,9	706,1	776,0
CAPEX	-512,0	-374,0	-386,1	-433,9
CAF / CAPEX	-1,6	-1,5	-1,8	-1,8
Variation de BFR	-16,7	-107,2	-71,9	59,2
Pay-Out	28%	-29%	81%	57%
FCF opérationnel	310,6	88,8	248,0	401,2

Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
Gearing	31,6%	41,6%	37,5%	21,8%
DN/EBITDA	0,7x	1,2x	0,8x	0,5x
GW/FP	43,4%	52,3%	49,4%	45,7%
M/Ebita	6,0%	1,7%	4,8%	6,2%
Marge nette	3,0%	-3,6%	2,3%	3,5%
ROE	11,0%	-12,9%	8,1%	12,9%
ROCE	14,9%	3,9%	12,5%	19,2%

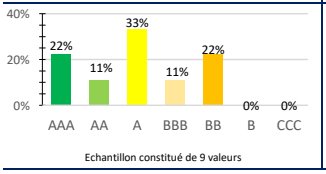
Participations de Burelle



PARTICIPATIONS	Valorisation 8-déc.-21	Détention (%)	Part du groupe
PLASTIC OMNIUM (24,2€)	3 554 M€	59,4%	2 111 M€
+ BURELLE Participations	71 M€	100%	71,0 M€
+ SOFIPARC	333 M€	100%	333,0 M€
= Somme des participations			2 515 M€
- Dette Nette (au 31/12/2020)			783,4 M€
= Actif Net Réévalué (ANR)			3 299 M€
ANR par action			1876,4 €
Cours de BURELLE			672,0 €
Décote actuelle			-64%

Source : Financière d'Uzès

Analyse ESG



Rating Burelle : société non notée par MSCI

La société est un contributeur aux objectifs de Développement Durable de l'ONU	-
La société a engagé une politique RSE	Oui
La société s'est engagée a réduire les émissions de GES	Oui

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

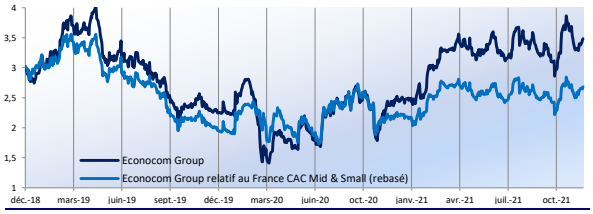
Source : Financière d'Uzès

ECONOCOM	Cours au 08/12/2021	3,5 €
Secteur : ESN	Objectif	3,3€ (-3,9%)

Données boursières

MNEMO / ISIN	ECONB-BRU / BE0974313455
Capitalisation	772 M€
Flottant	55,2%
Extrêmes 12 m (€)	2,4€ / 3,9€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-5,8%	+5,3%	+42,2%
Perf. relative CAC Mid & Small	-1,5%	+6,3%	+26,3%



Résultats et enjeux

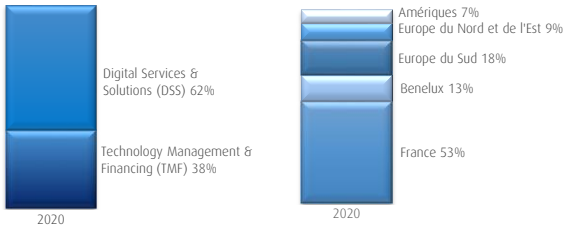
Le 1S21 a révélé de bonnes surprises, notamment autour : 1/ de l'EBIT ajusté en forte progression (+41%), et très supérieur aux attentes, tiré par l'abaissement du point mort dans toutes les divisions et par la bonne dynamique de croissance du pôle Digital Services and Solutions (+7,7%pcc pour une contribution aux 2/3 CA groupe) grâce aux besoins en équipements IT en lien avec les nouveaux modes de travail distanciels ; 2/ du ton optimiste sur l'environnement, aidé notamment par : i/ l'accélération de la digitalisation durant le covid, ii/ les investissement publics comme levier de croissance pour la location, iii/ le positionnement international du groupe qui leur permet de figurer en bonne place pour répondre à des appels d'offres européens.

Pourtant, le 3T, en recul de -4% pcc malgré les effets de base favorables, tranche nettement avec le 1S en raison d'un fort impact négatif lié au manque de composants qui a pénalisé ses activités d'Equipements (-22%pcc) et de Services (-4%pcc).

Dans ce contexte de pénurie de composants, le groupe ne s'engage pas sur une guidance chiffrée pour l'année et se montre même prudent sur le 4T sur l'activité de distribution d'équipements et services qui devraient être encore pénalisé jusqu'au 1S 2022...sur le CA tout du moins, la structure de coûts, largement variabilisée, devrait amortir le choc au niveau de la MOP.

La déception est là et le manque de visibilité ne nous incite pas à adopter un avis favorable sur le titre. Néanmoins, le retour aux opérations de croissance externe comme évoqué par le management dans ses dernières réunions (probablement dès 2022 à la fois dans la distribution mais aussi dans le financement et plutôt en Europe du Sud) pourrait redonner de l'intérêt au titre, sous réserve toutefois de respect des ratios d'endettement.

CA par activité et par région



Activité

Econocom, ESN européenne, accompagne les sociétés dans leur transformation digitale avec une offre qui combine expertises technologiques et financières via 3 segments complémentaires : Produits & Solutions (vente, déploiement, maintenance d'équipements technologiques), Technology management & financing (solutions de financement des investissements technologiques et industriels) et Services (solutions autour des technologies digitales). Outre ces 3 activités détenues à 100%, Econocom noue avec 20 PME performantes dans leurs domaines d'expertise (sécurité, applications web et mobile, cloud, conseil) des relations capitalistiques et d'affaires en mode « gagnant-gagnant »

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	2 926,6	2 558,7	2 528,3	2 692,7
EBITDA	171,6	161,5	167,2	175,4
EBITA	124,2	120,4	131,8	137,7
Résultat Financier	-19,2	-16,2	-1,5	-1,8
RN	35,6	47,6	91,2	95,0
RN part du groupe	44,8	46,9	90,5	94,3

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	878,4	864,1	1 020,1	1 020,1
dont GW	512,9	499,5	577,5	577,5
BFR	-88,9	-260,7	-257,6	-287,7
Fonds Propres totaux	483,9	473,0	537,3	567,4
Endettement Financier net	252,4	-20,3	2,3	-6,4

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	71,0	121,8	123,7	130,0
CAPEX	-23,0	-17,1	-25,3	-32,3
CAF / CAPEX	3,1	7,1	4,9	4,0
Variation de BFR	15,3	139,5	3,1	-30,1
Pay-Out	66%	45%	65%	65%
FCF Opérationnel	63,3	244,2	101,5	67,5

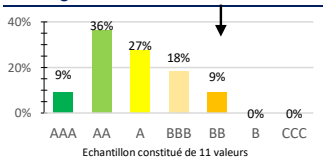
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
Gearing	52%	-4%	0%	-1%
DN/EBITDA	1,5x	-0,1x	0,0x	0,0x
GW/FP	106,0%	105,6%	107,5%	101,8%
Marge d'EBITA	4,2%	4,7%	5,2%	5,1%
Marge nette	1,5%	1,8%	3,6%	3,5%
ROE	9,2%	9,9%	16,8%	16,6%
ROCE	15,7%	20,0%	17,3%	18,8%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	0,21	0,19	0,35	0,36
Dividende net	0,12	0,10	0,27	0,28
CAF / action	0,32	0,52	0,53	0,55
Actif net par action	2,21	2,24	2,55	2,69

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	3,0 €	2,2 €	3,5 €	3,5 €
PER	14,4x	11,8x	9,9x	9,5x
P / CAF	9,2x	4,3x	6,6x	6,3x
Rdt du FCF opérationnel	6,0%	40,5%	11,4%	7,7%
P / AN	1,4x	1,0x	1,4x	1,3x
VE / CA	0,4x	0,2x	0,4x	0,3x
VE/ EBITDA	6,1x	3,7x	5,3x	5,0x
VE/ EBITA	8,5x	5,0x	6,8x	6,4x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Econocom

BB
Score :3,3

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	1,4TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★½
	Stress hydrique (n.d)	n.d
S	33,3% de femmes au Comex	★★★½
	Développement du capital humain (2,8)	★★★
G	Indépendance du CdAdm (33,3%)	★★★½
	Comportement ethic (4,6)	★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

ESSILORLUXOTTICA

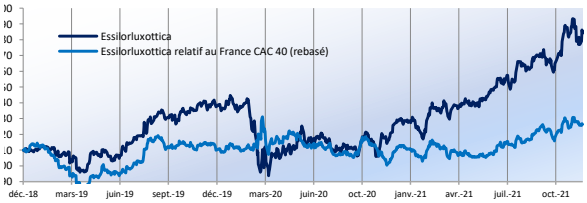
Secteur : Santé

Cours au 08/12/2021	**184,1 €**
Objectif	**191,6€ (+4,1%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	EL-PAR / FR0000121667
Capitalisation	81 428 M€
Flottant	32,7%
Extrêmes 12 m (€)	117,0€ / 193,4€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-2,0%	+8,5%	+44,6%
Performance relative CAC40	-1,5%	+3,3%	+18,4%



Résultats et enjeux

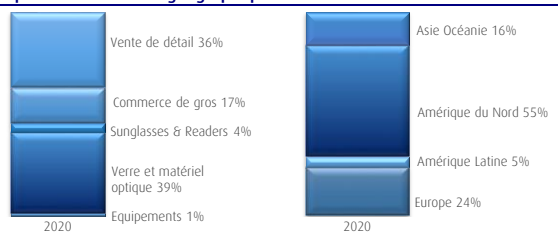
Les résultats du S1 sont excellents, marqués par une accélération de la croissance au T2 et un fort rebond de la marge opérationnelle (+130pb), alimenté par un bon contrôle de coûts et la mise en œuvre des synergies nées de l'intégration de Essilor et Luxottica. Le CA ressort à 8.77Md€ (+49.2%cc vs 2020 et +5.7%tcc vs 2019), l'Ebit ajusté à 1.62Md€ (vs 126M€ en 2020) et 18.5% du CA (+130pb), le RNpdg ajusté à 1.1dM€ (vs l'équilibre). La génération de cash est forte (>1.2Md€), le bilan totalement désendetté (hors obligations locatives) avant rachat de Grandvision, par ailleurs confirmé aux conditions initiales (soit l'acquisition de 76.72% du capital au 1/07 auprès de Hal à 28.42€/titre, puis une OPA pour le solde en octobre pour une valeur totale de GV de 7.2Md€).

Le T3 confirme le rattrapage engagé au T2 avec une nouvelle accélération de l'activité (+33.4% à tcc vs 2020 et +8.7% pcc vs 2019 hors Grandvision), soit un CA à 9 mois de 14.2Md€ (+42.9% dont Grandvision pour 1 trimestre et +6.8% tcc vs 2019 hors Grandvision). Dans ce contexte, le groupe relève ses objectifs pour 2021 : 1/ un CA en hausse de +5% à +9% par rapport à 2019 à périmètre et change constant (vs +5%), càd hors Grandvision consolidé à compter du 1/07, 2/ une MOP (pcc) pouvant aller jusqu'à +100pb vs 2019 soit 17.2% (vs « > 2019 »), alimentée par i/ la hausse des volumes, ii/ un prix mix positif qui va le rester en 2022, iii/ une supply chain sous contrôle , iv/ une stricte contrôle des coûts (malgré une hausse des dépenses marketing au S2).

De même le groupe reste très confiant pour 2022 qui sera un nouvel exercice de forte croissance : pipe de nouveautés fourni, effet change positif, supply chain et coûts logistiques sous contrôle, surtout intégration de Grandvision en année pleine qui permettra un renforcement du retail et un meilleur équilibre entre les deux grandes zones d'implantation du groupe, Amérique du Nord et Europe.

Le titre est à son prix à CT mais l'histoire reste séduisante avec l'intégration de Grandvision en année pleine qui permettra d'externaliser une croissance de l'activité et des résultats>15% en 2022. A noter également le relèvement de la notation ESG en AA vs A au vue de l'amélioration de la gouvernance du groupe.

CA par activité et zone géographique



Activité

EssilorLuxottica est le leader incontesté du monde de l'optique : n°1 mondial du verre correcteur, n°1 mondial de la monture optique, n°1 mondial du solaire, n°1 mondial de la distribution optique avec 150 pays desservis et une plateforme de e-commerce. Ses atouts et leviers de performance: 1/ une innovation transformante avec le lancement régulier de nouveaux produits et un engagement fort, celui de prévenir et corriger la myopie des enfants, 2/ une politique de marque forte (VARILUX, CRIZAL, TRANSITIONS, Oakley, Ray-Ban...), 3/la digitalisation (laboratoires connectés, collection virtuelle, digitalisation des boutiques, e-commerce et approche omnicanale) 4/l'amélioration de l'efficacité et la poursuite des projets d'intégration (EssilorLuxottica, Grandvision).

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	17 390	14 429	19 684	22 866
EBITDA	3 800	2 588	4 903	5 806
EBIT	2 812	1 375	3 409	3 956
Résultat Financier	-141	-147	-103	-260
RN part du Groupe	1 938	788	2 369	2 643

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	41 404	38 181	36 930	36 948
dont GW	24 074	22 658	23 257	23 257
BFR	2 807	2 132	2 909	3 379
Fonds Propres totaux	35 333	32 799	34 303	36 127
Endettement Financier net	4 639	3 212	8 577	7 791

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	2 926	2 001	3 863	3 882
CAPEX	903	650	1 083	1 258
CAF / CAPEX	3,2	3,1	3,6	3,1
Variation de BFR	169	-675	777	470
Pay-Out	0,3	1,2	0,4	0,4
FCF opérationnel	1 854	2 026	2 004	2 155

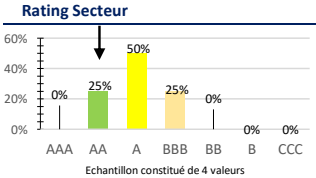
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
DN/FP	13%	10%	25,0%	21,6%
DN/EBITDA	122%	124%	174,9%	134,2%
GW/FP	68%	69%	67,8%	64,4%
M/EBIT	16,2%	9,5%	17,3%	17,3%
Marge nette	11,1%	5,5%	12,0%	11,6%
ROE	5,6%	2,4%	7,0%	7,5%
ROCE	6,4%	3,4%	8,6%	9,8%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA retraité	4,4	1,8	5,4	6,0
Dividende net	1,2	2,2	2,1	2,4
CAF / action	6,7	4,6	8,7	8,8
Actif net par action	79,5	73,8	76,1	80,0

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	119,0 €	118,3 €	184,1 €	184,1 €
PER	26,9	65,7	34,4	30,8
P / CAF	17,8	25,9	21,1	21,0
Rdt du FCF opérationnel	3,3%	3,7%	2,2%	2,4%
P / AN	1,5	1,6	2,4	2,3
VE / CA	3,3	3,8	4,6	3,9
VE/ EBITDA	14,9	21,2	18,4	15,4
VE/ EBIT	20,2	40,0	26,4	22,6

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating EssilorLuxo

AA
Score :8,1
▲
en hausse vs préc.

	Critères FU	Notes
E	42,1TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (10)	★★★★★
S	43,8% de femmes au Comex	★★★★½
	Développement du capital humain (5,9)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (62,5%)	★★★★★
	Comportement ethic (7,9)	★★★★

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

EUROFINS SCIENTIFIC

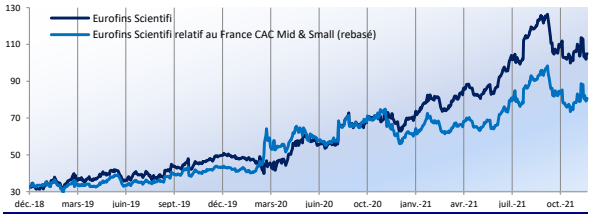
Secteur : Services aux entreprises

Cours au 08/12/2021	**105,0 €**
Objectif	**110,9€ (+5,6%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	ERF-PAR / FR0000038259
Capitalisation	20 159 M€
Flottant	66,6%
Extrêmes 12 m (€)	65,4€ / 126,4€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+2,7%	-16,5%	+61,6%
Perf. relative CAC Mid & Small	+7,0%	-15,5%	+45,6%



Résultats et enjeux

Les résultats 1S21 sont de très bonne qualité, même en excluant les activités purement liées au Covid : 1/ CA à 3,2Md€ (+43%pcc) à la faveur : i/ d'une forte activité « Core » (+17%pcc vs 1S20 et +13%pcc vs 1S19), ii/ de la contribution des activités Covid, proche de 750M€ (vs 130M€ au 1S20), 2/ EBITDA de 1Md€ (x2) soit une MOP de 30,8% (+960pb), 3/ FCF de 489M€ (+55%) qui, couplée à des dépenses d'investissement maîtrisées, permet au groupe de baisser son ratio DN/EBITDA à 1,0x (vs 1,6x fin 2020).

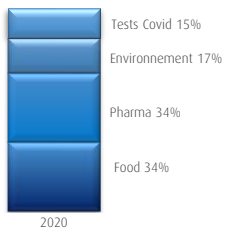
Le 3T s'inscrit dans cette même bonne dynamique : CA à 1,4Md€ (+14,6% ; +11,7%pcc dont +9%pcc pour les activités « Core », soit > à la guidance LT du groupe d'une croissance de +5% en moyenne/an, et une contribution importante des activités Covid (>300M€).

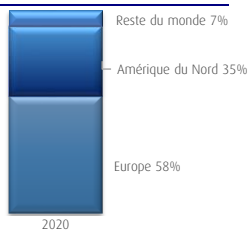
La direction relève en conséquence, pour la 2ème fois cette année, sa guidance 2021 de CA à 6,35Md€, très confiante sur les activités « Core » (demande toujours très forte dans toutes les activités), plus prudente sur les activités Covid en raison de l'absence de visibilité sur l'évolution elle-même de la pandémie et des mesures prises par les gouvernements des différents pays (stratégie de confinement ou de test ?). Elle relève néanmoins, compte tenu du réalisé, la contribution des activités Covid de 1Md€ à 1,2Md€ sur 2021. Il s'agit, selon nous, très probablement d'un minimum compte tenu des récentes annonces sur la reprise du virus et de l'apparition du variant Omicron.

Au contraire, la guidance d'EBITDA est seulement maintenue sur les niveaux précédemment relevé à 1,7Md€, en lien avec la marge des activités Covid, attendue sous pression au 2S20 en raison : 1/ des volumes en baisse alors que les capacités disponibles sont maintenues en l'état pour répondre à la reprise cet hiver de l'activité, 2 / des prix à la baisse, 3/ un mix/produit défavorable (moins de PCR et plus de tests antigéniques moins rentables).

Le potentiel d'appréciation sur le titre demeure intact, associé aux perspectives favorables sur le Covid (reprise de l'épidémie, variant Omicron) mais surtout sur les activités « Core » (bonne dynamique dans la Biopharma, renforcement des pdm en Asie où le groupe veut développer d'ici 10 ans son implantation, optimisation et digitalisation des laboratoires...) avec, à la clé, une amélioration de la rentabilité du groupe.

CA par branche d'activité





Activité

Eurofins est le leader mondial sur le marché du TIC (Tests, Inspection, Certification) sur 3 segments : l'agro-alimentaire, la pharmacie et l'environnement. Depuis 1999, malgré la crise, Eurofins affiche des croissances organiques de plus de +8% en moyenne (avec un plus bas en 2009 à +2%). Cette dynamique s'explique par les moteurs de croissance structurels dont bénéficie le secteur : 1/ l'exigence des consommateurs sur la qualité, 2/ le durcissement des normes et des réglementations, 3/ l'externalisation croissante des prestations d'analyse, 4/ la mondialisation et l'essor continu du commerce mondial. En outre, le groupe est présent sur des segments d'activité résilients et en croissance (plus de 70% de son CA présente un caractère non cyclique).

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	4 562,8	5 438,8	6 492,8	6 392,8
EBITDA	930,8	1 412,7	1 746,6	1 534,3
EBITA	573,6	1 023,6	1 278,0	1 073,5
Résultat Financier	-95,7	-107,7	-99,4	-85,6
RN	460,4	813,2	872,1	729,3
RN part du groupe	460,4	813,2	872,1	729,3

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	6 219,0	6 057,3	5 951,3	5 846,9
dont GW	3 608,8	3 524,1	3 524,1	3 524,1
BFR	139,9	123,8	109,7	108,0
Fonds Propres totaux	2 898,1	3 716,4	4 396,3	4 908,7
Endettement Financier net	3 244,7	2 242,4	1 770,8	1 449,7

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	742,1	1 271,9	1 427,1	1 265,9
CAPEX	-319,3	-350,3	-402,6	-396,4
CAF / CAPEX	-2,3	-3,6	-3,5	-3,2
Variation de BFR	-64,2	-48,4	-105,0	-40,0
Pay-Out	0%	16%	18%	26%
FCF Opérationnel	358,6	873,2	919,5	829,5

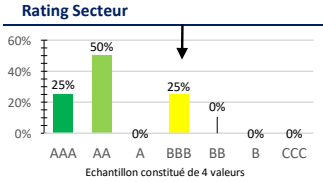
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
Gearing	112%	60%	40%	30%
DN/EBITDA	3,5x	1,6x	1,0x	0,9x
GW/FP	124,5%	94,8%	80,2%	71,8%
Marge d'EBITA	12,6%	18,8%	19,7%	16,8%
Marge nette	10,1%	15,0%	13,4%	11,4%
ROE	15,9%	21,9%	19,8%	14,9%
ROCE	9,0%	16,6%	21,1%	18,0%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	24,68	4,15	4,45	3,72
Dividende net	0,00	0,68	0,82	0,98
CAF / action	41,69	6,83	7,66	6,80
Actif net par action	159,47	19,82	23,47	26,22

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	40,1 €	58,1 €	105,0 €	105,0 €
PER	1,6x	14,0x	23,6x	28,2x
P / CAF	1,0x	8,5x	13,7x	15,4x
Rdt du FCF opérationnel	9,0%	6,7%	4,3%	3,9%
P / AN	0,3x	2,9x	4,5x	4,0x
VE / CA	0,9x	2,4x	3,3x	3,3x
VE/ EBITDA	4,3x	9,3x	12,2x	13,7x
VE/ EBITA	6,9x	12,8x	16,7x	19,6x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Eurofins

BBB
Score :4,5

en hausse vs préc.

	Critères FU	Notes
E	13,8TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (5,7)	★★★
S	42,9% de femmes au Comex	★★★★
	Développement du capital humain (2,5)	★★½
G	Indépendance du CdAdm (57,1%)	★★★★★
	Comportement ethic (7,3)	★★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

FAURECIA

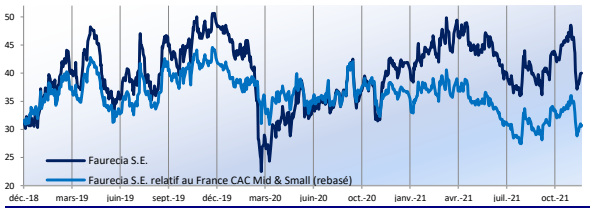
Secteur : Equipementiers Automobiles

Cours au 08/12/2021	**40,0 €**
Objectif	**55,6€ (+38,9%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	EO-PAR / FR0000121147
Capitalisation	5 521 M€
Flottant	85,0%
Extrêmes 12 m (€)	36,0€ / 49,9€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-13,3%	+3,3%	-2,2%
Perf. relative CAC Mid & Small	-9,0%	+4,4%	-18,1%



Résultats et enjeux

Dans un contexte de très fort repli de la production automobile mondiale (< -11% vs 4T20 et -13% vs 1S19), lié à la pénurie de semi-conducteurs (Europe et Amérique du Nord) et à l'inflation des matières premières (acier, plastiques), le 1S21 est ressorti solide et remarquable (CA de 7,8Md€ à +31,8%pcc soit +170pbs de surperformance / marge d'EBITDA de 14,2% (>1S19) et MOP de 6,6% (+40pb vs 2S20) / FCF de 290M€ > attentes).

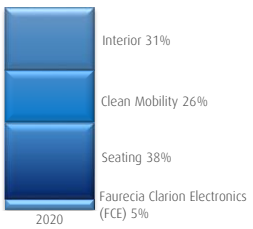
Le CA3T, faible à 3,42Md€ (-11,4%pcc), reflète le durcissement des conditions d'exploitation avec 4 difficultés majeures pour Faurecia : 1/ la pénurie des semi-conducteurs qui a conduit IHS Markit à réviser en plusieurs fois ses prévisions de production automobile mondiale (dorénavant stable sur 2021 vs 2020), 2/ les multiples « Stop & Go » sur les chaînes de production et les changements de dernières minutes imposés par les clients, 3/ des problèmes opérationnels au niveau du lancement d'un nouveau programme dans les Sièges, liés à une pénurie de main-d'œuvre qualifiée et au turnover sur 2 usines US, 4/ la forte hausse des matières premières et des salaires.

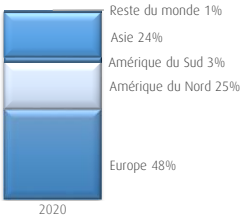
La persistance de ces éléments conduit le groupe, une fois n'est pas coutume, et pour la 2ème fois en moins de 2 mois, à ajuster à la baisse ses prévisions 2021 : 1- CA de 15/15,5Md€ (vs ≈15,5Md€ préc. et ≥ €16.5Md€ init.) et surperformance >+600pbs (inchangée) ; 2- MOP d'≈5% (vs 6%/6,2% préc et ≈7% init.) ; 3- CF > 300M€ (vs ≈500M€ préc et >500M€ init.) pour un ratio DN/EBITDA de 1,6x fin 2020 (vs ≤ 1,5x préc.).

En parallèle, les grandes manœuvres ont commencé dans le secteur pour se doter des compétences nécessaires pour se renforcer dans les activités logiciels (indispensables au pilotage du véhicule depuis son fonctionnement basique -moteur, freinage, tenue de route- jusqu'aux outils d'information et de divertissement), qui représenteront 60% de la valeur du véhicule en 2030 vs 20% aujourd'hui selon PwC. C'est dans ce but que Faurecia a racheté Hella (79,5% détenus après OPA).

Malgré ces ajustements, Faurecia demeure notre équipementier préféré pour jouer 1/ le scénario de forte reprise en 2022 (marché à ≈+10%e dont 1S stable et 2S en croissance à 2 chiffres liée à une forte demande et à la reconstitution des stocks) et 2 / le redressement des marges (forte levier d'Hella).

CA par activité et zone géographique





Activité

Faurecia est un équipementier automobile mondial structuré autour de 4 activités dédiées à l'allègement et à la réduction des émissions de CO2 des véhicules ainsi qu'au confort et à la sécurité des passagers : 1- Seating (Systèmes complets de sièges intégrant confort, sécurité et intelligence artificielle), 2- Interior Systems (planches de bord, panneaux de porte, consoles centrales et surfaces intelligentes, modules complets intérieurs), 3- Clean Mobility (technologies de réduction de poids, de consommation et d'émissions de CO2 pour tous types de motorisations et de véhicules ainsi que pour l'Industrie, réservoirs hydrogène et piles à combustible via la JV avec Michelin), 4- Clarion Electronics (Technologies d'affichage, systèmes d'assistance au conducteur et

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	17 768,3	14 653,8	15 222,9	17 591,8
EBITDA	2 404,3	1 678,8	2 055,3	2 568,4
EBITA	1 283,3	406,2	837,5	1 178,6
Résultat Financier	-219,4	-222,8	-251,4	-236,6
RN	514,7	-436,1	210,9	439,6
RN part du groupe	589,7	-378,8	256,5	527,6

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	9 482,3	9 472,3	9 312,8	9 245,0
dont GW	2 146,4	2 195,9	2 195,9	2 195,9
BFR	-1 734,0	-1 702,5	-1 740,8	-1 724,0
Fonds Propres totaux	4 461,8	3 727,1	3 891,3	4 334,3
Endettement Financier net	2 523,8	3 128,0	3 278,2	2 680,2

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	2 107,9	1 482,2	1 502,6	2 214,8
CAPEX	-1 366,0	-1 098,0	-1 135,4	-1 312,1
CAF / CAPEX	-1,5	-1,3	-1,3	-1,7
Variation de BFR	166,0	-95,0	-38,3	16,9
Pay-Out	0%	-36%	67%	39%
FCF Opérationnel	907,9	289,2	328,8	919,5

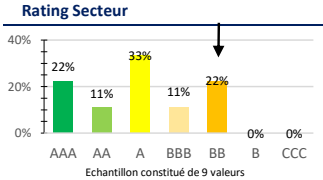
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
Gearing	57%	84%	84%	62%
DN/EBITDA	1,0x	1,9x	1,6x	1,0x
GW/FP	0,5	0,6	0,6	0,5
Marge d'EBITA	7,2%	2,8%	5,5%	6,7%
Marge nette	3,3%	-2,6%	1,7%	3,0%
ROE	13,2%	-10,2%	6,6%	12,2%
ROCE	16,6%	5,2%	11,1%	15,7%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	3,67	-0,32	1,77	3,70
Dividende net	0,00	1,00	1,25	1,50
CAF / action	15,33	10,74	10,89	16,05
Actif net par action	29,96	24,60	25,46	28,03

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	41,3 €	37,0 €	40,0 €	40,0 €
PER	11,3x	-116,4x	22,6x	10,8x
P / CAF	2,7x	3,4x	3,7x	2,5x
Rdt du FCF opérationnel	9,0%	3,5%	3,2%	9,5%
P / AN	1,4x	1,5x	1,6x	1,4x
VE / CA	0,5x	0,6x	0,7x	0,5x
VE/ EBITDA	3,9x	5,6x	5,0x	3,8x
VE/ EBITA	7,3x	23,1x	12,3x	8,2x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Faurecia

BB
Score :4

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	43,4TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (5,2)	★★½
S	40,0% de femmes au Comex	★★★★
	Développement du capital humain (6,4)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (66,7%)	★★★★★
	Comportement ethic (4)	★★

Controverse

Yellow

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

GL EVENTS
Secteur : Services aux entreprises

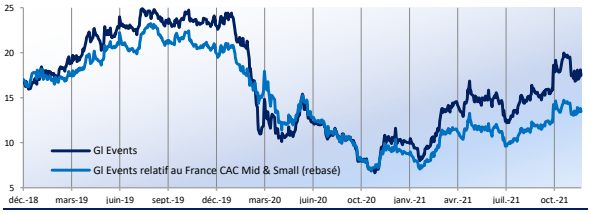
PEA - PME

Cours au 08/12/2021	**17,5 €**
Objectif	**17,8€ (+1,6%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	GLO-PAR / FR0000066672
Capitalisation	524 M€
Flottant	27,6%
Extrêmes 12 m (€)	8,0€ / 20,0€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-10,9%	+12,2%	+50,4%
Perf. relative CAC Mid&Small	-6,6%	+13,2%	+34,5%

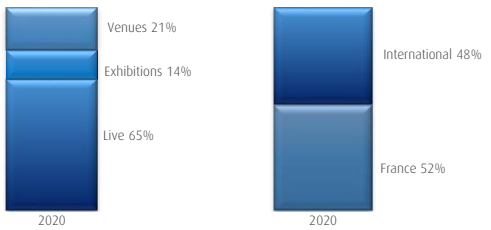


Résultats et enjeux

Les résultats du S1 sont en perte mais en nette amélioration, grâce à de nouveaux efforts sur les coûts et à l'attribution de fonds de solidarité et aides d'Etat (17M€). Le ROC (hors IFRS) s'inscrit à -28M€ (vs -46.7M€ en 2020) dont i/ -17M€ pour la branche Live, pénalisée par le peu d'évènements sur le semestre, ii/ +17.9M€ pour Exhibitions, niveau très rassurant permettant de confirmer le très haut niveau de rentabilité des salons chinois (MOC >35%) et un retour aux profits dès lors que la reprise se manifeste, iii/ -29M€ pour Venues, branche la plus fortement déficitaire toujours impactée par les fermetures administratives. Dans l'ensemble, les efforts de rationalisation se poursuivent avec, en cumul, -35M€ d'économies vs 2019.
Au 30/06, la situation de trésorerie était rassurante et plus encore au 30/09 avec 570M€ de liquidités (après tirage d'une 3ème ligne de PGE) et une génération de CF positive depuis mai dernier. Le groupe confirme par ailleurs ne pas avoir besoin d'AK pour accompagner la reprise.
Après publication d'un bon T3 (228M€, +127%) et d'un excellent mois de septembre (JO de Tokyo, report des principales manifestations prévues au S1/Sirha, Global Industrie), le groupe confirme l'objectif d'un CA proche de 700M€ (vs 479M€ en 2020 et 1173M€ en 2019) et le retour à un résultat net positif après -80M€ à -90M€ d'économies de coûts vs 2019.
Pour 2022, le groupe se veut également confiant avec un CA qu'il espère >900M€ recouvrant : i/ un bon début de commercialisation en Europe, ii/ de nombreux reports de manifestations, iii/ la réouverture progressive des frontières, notamment en Amérique latine (60 à 70% du volume d'activité pré crise attendu), iv/des négociations de contrats bien avancées : signature du contrat pour les Jeux du Commonwealth 2022 (27M£), négociation pour la coupe du monde de Foot 2022 au Qatar, construction d'un complexe sportif dans les Haut de Seine.

L'arrivée du nouveau variant Omicron n'est évidemment pas une bonne nouvelle avec le risque de casser une dynamique commerciale qui semblait bien se réenclencher. C'est dommage mais vaccin aidant, nous ne pensons pas que le nouveau variant soit de nature à remettre en question la reprise. Conserver dans l'attente de plus de visibilité.

CA par activité et zone géographique



Activité

GL Events est un acteur majeur de l'ingénierie et de la logistique évènementielle en Europe avec une offre intégrée sur les trois grands métiers du secteur : les services aux évènements, la gestion d'espaces, la conception et l'organisation de salons et expositions à destination des professionnels et du grand public. Durement touché par la crise sanitaire, le groupe a mis en place un vaste plan de réduction de coût avec l'idée de se mettre en ordre de marche en vue de la reprise.

Ses concurrents : Fiera Milano (It), Lavendon (UK), Tarsus Group (UK), Aggreko (UK), Ashtead Group (UK), Speedy Hire (UK), Ubm (UK), Roularta (Belg)

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	1 172,9	479,4	704,6	946,3
EBITDA	183,5	-21,1	97,8	147,3
EbitA	120,8	-79,9	39,8	90,3
Résultat Financier	-10,9	-13,5	-17,0	-15,0
RN part du groupe	55,1	-74,4	1,7	35,5

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	1 744,4	1 690,4	1 176,3	1 184,3
dont GW	723,3	730,8	743,0	743,0
BFR	-235,0	-134,3	-216,3	-304,2
Fonds Propres totaux	565,6	394,1	482,7	518,2
Dette nette	914,2	680,8	537,1	509,6
DN hors obligation locative				

Financement (M€)	2019 124,066	2020 -36,005	2021e févr.-00	2022e mars-00
CAF	51,4	36,9	40,0	60,0
CAPEX	2,4	-1,0	1,3	1,5
CAF / CAPEX	-96,5	100,7	-82,0	0,0
Variation de BFR	0,0	0,0	0,0	0,0
Pay-Out	16922%	-17354%	9465%	2752%
FCF opérationnel				

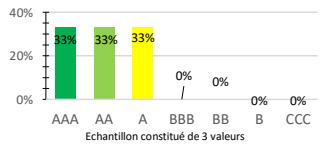
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
DN/FP (hors IFRS16)	162%	173%	111%	98%
DN/EBITDA	5,0x	-32,3x	5,5x	3,5x
GW/FP	127,9%	185%	154%	143%
M/EBIT	10,3%	-16,7%	5,6%	9,5%
Marge nette	4,7%	-15,5%	0,2%	3,8%
ROE	11,5%	-23,5%	0,4%	7,9%
ROCE	7,4%	-4,3%	3,7%	9,1%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	1,87	-2,53	0,06	1,18
Dividende net	0,00	0,00	0,00	0,00
CAF / action	4,14	-1,20	1,76	2,92
Actif net par action	16,25	10,79	13,74	14,93

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	21,9 €	12,8 €	17,5 €	17,5 €
PER	11,7x	-5,0x	316,9x	14,8x
P / CAF	5,3x	-10,6x	10,0x	6,0x
Rdt du FCF opérationnel	10,8%	-16,3%	8,9%	2,7%
P / AN	1,3x	1,2x	1,3x	1,2x
VE / CA	1,3x	2,2x	1,5x	1,1x
VE/ EBITDA	8,6x	-50,6x	10,9x	7,0x
VE/ EBIT	13,0x	-13,3x	26,7x	11,5x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating GL Events : société non notée par MSCI

La société est un contributeur aux objectifs de Développement Durable de l'ONU	Oui
La société a engagé une politique RSE	Oui
La société s'est engagée a réduire les émissions de GES	Oui

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

HAULOTTE
Secteur : Biens d'équipement

PEA - PME

Cours au 08/12/2021 **4,9 €**
Objectif **5,8€ (+17,1%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	PIG-PAR / FR0000066755
Capitalisation	155 M€
Flottant	35,8%
Extrêmes 12 m (€)	4,9€ / 7,2€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-3,7%	-15,4%	-10,4%
Perf. relative CAC Mid&Small	+0,6%	-14,4%	-26,3%

Résultats et enjeux

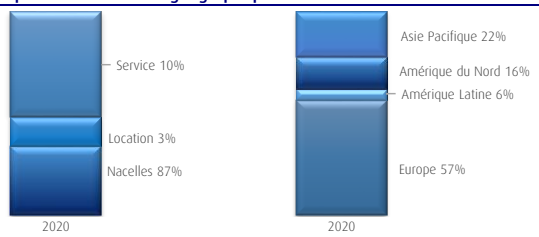
Les résultats du S1 ont été satisfaisants bien que partiellement pénalisés par des perturbations opérationnelles : 1/ CA en hausse de +9% (+12%pcc) à 243M€ avec un bon T2 (+53%) qui a permis de compenser le T1 (-18%), 2/ ROC avant gains et pertes de changes à 11.4M€ (x2), et 4.7% le CA, traduisant i/un effet base favorable, ii/ une bonne maitrise des dépenses opérationnelles, iii/ un impact modéré des hausses de prix des composants annoncés beaucoup plus lourds au S2, 3/ Retour en territoire positif du RN à 4.4M€ (vs une perte de -9.4M€), soutenu par un effet change positif sur les comptes courants des filiales.

Globalement, le marché reste bien orienté sur toutes les géographies : les commandes de loueurs sont importantes (USA/Europe), le carnet de commandes à un niveau record (9 mois et 12 mois sur certains matériels). Pour autant, le groupe confirme se heurter à d'importantes difficultés d'approvisionnement en composants (illustrées par les chiffres médiocres du T3 à +11%) et à la forte inflation des matières premières, beaucoup plus pénalisante au S2 avec toujours de l'incertitude quant à la capacité du groupe à répercuter les hausses de coûts dans un marché très concurrentiel (forte exposition aux grands loueurs, montée en puissance et montée en gamme des constructeurs chinois).

Dans ces conditions, les objectifs pour 2021 (CA >15% et MOP courante avant change entre 3% et 4% du CA vs 2.8% en 2020) deviennent plus « à risque », largement conditionnés à la fluidité de la supply chain et à l'accélération des facturations au T4 (croissance implicite à +30% et +12% vs 2010).

La reprise du marché se confirme, la stratégie reste volontariste (machines électriques Pulséo, digitalisation et solutions connectées, ouverture de l'usine chinoise en 2022). En revanche, le prolongement des perturbations opérationnelles, probablement jusqu'à l'été prochain, et la trop faible génération de cash-flow vont brider les performances cette année encore. La valorisation est faible mais la visibilité faible également sur le rythme et la capacité du groupe à redresser sa rentabilité.

CA par division et zone géographique



Activité

Haulotte Group est l'un des leaders mondiaux et le numéro 1 européen des matériels d'élévation de personnes et de charges. En 2018 il lance son programme "Dare together" avec l'ambition de transformer les machines diesel en 100% électrique, sans baisse de performance.

Ses concurrents : Agco Corp (US), Caterpillar (US), Deere & Co (US), Terex (US), Jungheinrich (All), Trex (US), Oshkosh Corp (US), Kion (All), Bucher Industries(CHF), Deutz Ag (All)

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	609,8	438,5	504,3	554,7
EBITDA	49,5	28,2	43,2	52,7
EBIT	29,2	3,9	13,7	25,8
Résultat Financier	-2,5	-19,5	-4,8	-5,5
RN part du Groupe	19,4	-26,1	6,4	14,8

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	175,0	174,0	183,5	181,6
dont GW	28,5	18,4	18,4	18,4
BFR	268,5	240,7	252,7	270,9
Fonds Propres	264,7	218,9	225,3	238,8
Endettement Financier net	165,1	182,6	203,4	212,1

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	33,9	14,3	26,2	35,8
CAPEX	26,7	29,0	35,0	25,0
CAF / CAPEX	1,3	0,5	0,7	1,4
Variation de BFR	18,8	-27,9	12,0	18,2
Pay-Out	0,4	0,0	0,2	0,2
FCF opérationnel	-11,5	13,3	-20,8	-7,4

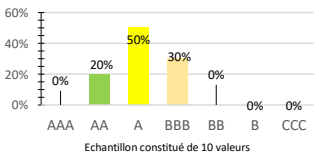
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
DN/FP	62%	83%	90%	89%
DN/EBITDA	367%	369%	721%	491%
GW/FP	10,8%	8,4%	8,2%	7,7%
M/EBIT	4,8%	0,9%	2,7%	4,7%
Marge nette	3,2%	-5,9%	1,3%	2,7%
ROE	7,3%	-11,9%	2,8%	6,2%
ROCE	6,6%	0,9%	3,1%	5,7%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	0,62	-0,83	0,20	0,47
Dividende net	0,22	0,00	0,04	0,09
CAF / action	1,09	0,46	0,84	1,15
Actif net par action	8,26	7,01	7,18	7,55

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	7,0 €	4,6 €	4,9 €	4,9 €
PER	11,3	-5,5	24,1	10,4
P / CAF	6,5	10,1	5,9	4,3
Rdt du FCF opérationnel	-2,9%	4,0%	-5,7%	-2,0%
P / AN	0,9	0,7	0,7	0,7
VE / CA	0,6	0,8	0,7	0,7
VE/ EBITDA	7,9	11,8	8,4	7,1
VE/ EBIT	13,4	86,0	26,7	14,5

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Haulotte : société non notée par MSCI

La société est un contributeur aux objectifs de Développement Durable de l'ONU	Non *
La société a engagé une politique RSE	Oui
La société s'est engagée a réduire les émissions de GES	Oui

* Non signataire du Global Compact mais certains critères sont repris dans la politique RSE

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

HEXAOM
Secteur : Construction immobilière

PEA - PME

Cours au 08/12/2021	**39,7 €**
Objectif	**58,3€ (+46,8%)**

Données boursières

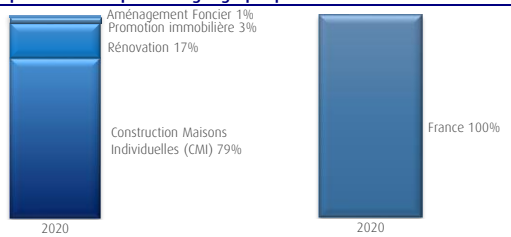
MNEMO / ISIN	hexa-PAR / FR0004159473
Capitalisation	275 M€
Flottant	41,9%
Extrêmes 12 m (€)	34,7€ / 52,2€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-6,1%	-20,6%	+10,9%
Perf. relative CAC Mid&Small	-1,9%	-19,6%	-5,1%

Résultats et enjeux

Les résultats 1S21 ressortent exceptionnels, reflet du fort regain de dynamisme sur la Maison Individuelle et des relais de croissance qui jouent à plein leur rôle : 1/ CA à 500M€ (+25,3% vs 1S20 et +19,5% > au 1S19) grâce à CMI (+14,9% et +7,5% > 1S19 : engouement pour les MI, effet de rattrapage des chantiers reportés en 2020 et hausse des prix) mais aussi à la Rénovation (+59% et +42,5% > au 1S19 : effet de rattrapage et forte dynamique sur le B2C liée à la nouvelle organisation en place) et à la Promotion et l'Aménagement foncier (+181%, en ligne avec les objectifs). 2/ MOP de 3,2% (+1,7pts vs 1S20 et +0,7pts > 1S19) soutenue par les 3 activités (CMI à 4,3% soit +1,1pt et +0,2pts vs 1S19 / Rénovation à -2,7% soit +10,5pts / Promotion à 3,4% soit +11,6pts et Aménagement à 15,3%).
Au travers de ces excellents résultats, la direction met en avant la robustesse du modèle économique (fondamentaux solides inhérents à l'activité MI caractérisée par un faible BFR et une forte visibilité / flexibilité du groupe grâce au modèle de sous-traitance intégrale de la construction, à l'accélération de la digitalisation des activités et à une trésorerie élevée / leadership sur la MI) qui lui confère une résilience forte en période de crise et une capacité de rebond immédiate en période de reprise.
Si le 3T à -1,1% est pénalisé par un effet de base défavorable, les objectifs 2021 sont néanmoins maintenus : 1/ CA proche de 1Md€ avec un T4 attendu dynamique (poursuite de la croissance soutenue sur CMI, sécurisée par le carnet de commandes / poursuite de la croissance sur la Rénovation et la Promotion / forte dynamique commerciale sur l'Aménagement foncier), 2/ rentabilité en amélioration avec néanmoins une prudence sur les marges CMI et Promotion au 2S21, en lien avec l'inflation des coûts (partiellement compensée par une hausse du PMV sur CMI de près de +10% sur 2021).
La tendance sur 2022 devrait demeurer bien orientée, motivant le maintien de notre opinion positive sur le dossier : sur CMI, la stabilisation des carnets de commandes à un haut niveau constitue une opportunité pour pouvoir produire dans de bonnes conditions opérationnelles dans un marché en surchauffe. Sur la Rénovation, la croissance et le redressement des marges se poursuivront. Sur la Promotion et l'Aménagement foncier, les réservoirs de croissance à MT restent nombreux.

CA par activité et par zone géographique



Activité

Ex Maisons France Confort, le nouveau nom du groupe, Hexaom, reflète 1 / la diversification des activités engagée depuis quelques années par la direction dans la Rénovation (Atelier des Compagnons), la Promotion (Hibana) et l'aménagement foncier, 2/ son statut d'acteur « généraliste du logement en France », et non plus seulement de spécialiste de la construction de Maisons Individuelles. Dans un marché de la construction en fort recul, la stratégie du groupe ambitionne de renforcer sa position de leader de la construction de maisons en France (pdm actuelle de 10%) et de poursuivre son développement sur les segments en forte croissance de la Rénovation et de la Promotion Immobilière.

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	841,8	881,8	1 025,7	1 171,0
EBITDA	39,3	44,0	60,3	69,9
EBITA	27,2	29,1	44,4	51,7
Résultat Financier	-0,2	-0,4	0,1	0,1
RN	18,5	19,7	30,5	35,6
RN part du groupe	18,8	19,9	30,5	35,6

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	194,4	212,3	177,7	170,5
dont GW	114,4	132,4	132,4	132,4
BFR	-39,4	-19,7	11,5	13,1
Fonds Propres totaux	191,0	209,0	233,4	260,4
Endettement Financier net	-20,4	-15,2	-13,3	-45,8

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	32,3	33,9	46,4	53,7
CAPEX	-1,2	-4,4	-11,0	-11,0
CAF / CAPEX	-26,9	-7,7	-4,2	-4,9
Variation de BFR	-4,9	-15,8	-31,2	-1,6
Pay-Out	0,0%	30,9%	28,0%	30,8%
FCF Opérationnel	26,2	13,7	4,2	41,1

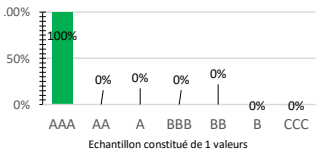
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
Gearing	-11%	-7%	-6%	-18%
DN/EBITDA	-0,5	-0,3	-0,2	-0,7
GW/FP	59,9%	63,3%	56,7%	50,8%
Marge d'EBITA	3,2%	3,3%	4,3%	4,4%
Marge nette	2,2%	2,3%	3,0%	3,0%
ROE	9,8%	9,5%	13,1%	13,7%
ROCE	17,5%	15,1%	23,5%	28,2%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	2,75	2,91	4,46	5,20
Dividende net	0,00	0,90	1,25	1,60
CAF / action	4,72	4,95	6,78	7,85
Actif net par action	27,94	30,35	33,91	37,86

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	34,9 €	31,8 €	39,7 €	39,7 €
PER	12,7x	10,9x	8,9x	7,6x
P / CAF	7,4x	6,4x	5,9x	5,1x
Rdt du FCF opérationnel	11,9%	6,6%	1,6%	17,7%
P / AN	1,3x	1,0x	1,2x	1,0x
VE / CA	0,3x	0,2x	0,3x	0,2x
VE/ EBITDA	5,6x	4,7x	4,4x	3,3x
VE/ EBITA	8,1x	7,1x	6,0x	4,5x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Hexaôm : société non notée par MSCI

La société est un contributeur aux objectifs de Développement Durable de l'ONU	-
La société a engagé une politique RSE	Oui
La société s'est engagée a réduire les émissions de GES	Oui

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

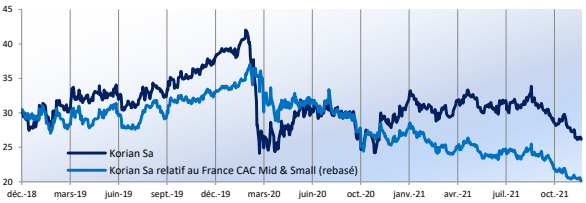
Source : Financière d'Uzès

KORIAN	Cours au 08/12/2021	**26,2 €**
Secteur : Santé	Objectif	**36,6€ (+39,8%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	KORI-PAR / FR0010386334
Capitalisation	2 762 M€
Flottant	55%
Extrêmes 12 m (€)	26,1€ / 33,9€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-9,7%	-17,4%	-9,7%
Perf. relative CAC Mid&Small	-5,4%	-16,4%	-25,7%



Résultats et enjeux

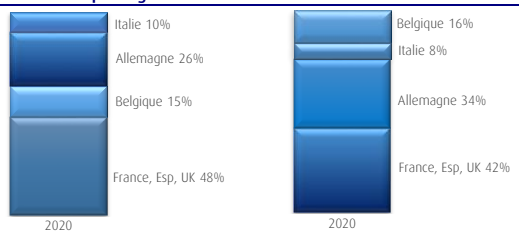
Les résultats du semestre sont satisfaisants avec un fort rebond de l'activité au T2. Le CA ressort à 2107M€ (+12,3% et +6.4%pcc), l'EBITDAR à 520.5 M€ (+17.5%) et 24,7% du CA (+110pb), l'Ebitda à 278M€ (+22%) et 13.2% du CA (+110pb), malgré un taux d'occupation (TO) plus faible qu'au S1 2020 et une structure de coûts (hors coûts covid) stable pour assurer un niveau élevé de soins. Les investissements ciblés dans les actifs stratégiques se sont poursuivis avec un taux de détention à désormais 25% (valeur immobilière estimée à 2,9Md€, Dettes immobilières à 1.3Md€). Le bilan est assez stable avec un endettement net (hors IFRS16) que nous attendons à 3185M€ et 3.2x l'Ebitda (vs 3.3x) en fin d'année.

L'activité est restée soutenue au T3 (+12,6%, +6,6% à ptc), associée à une amélioration de la situation sanitaire (taux de vaccination : 94% pour les résidents dont 100% en France, 92% pour le personnel) et une poursuite de la remontée du TO. Dans ces conditions, le groupe confirme ses guidances pour 2021, soit : 1/une croissance du CA > 10%, 2/ un taux de marge d'EBITDA (hors IFRS 16) supérieur à 2020, càd >13.6% avant IFRS et 22.2% en publié. Nos estimations retiennent un taux de marge de 14.1% avant IFRS et 23.2% en publié, à mi-chemin entre 2019 et 2020.

Les objectifs 2022 sont également confirmés, soit une progression du CA > 10% et un taux de marge d'EBITDA de 15,5% hors IFRS 16 (24.6% en publié) alimentés par : 1/ un pipe de 14500 nouveaux lits en France, aux Pays-Bas, en Allemagne et en Italie dont environ 3000 lits à ouvrir chaque année à compter de 2022, 2/ des effets périmètre avec une priorité donnée aux activités de soins (SSR, psy...).

Le secteur est aujourd'hui fortement pénalisé par les risques associés à une inflation des bas salaires (aides-soignantes, infirmières) et une remontée des taux d'intérêt (taux de refinancement et valeur immobilière). Mais la valorisation est modérée et le sentiment général à l'amélioration des TO devrait progressivement ramener de l'intérêt sur la valeur.

CA et EBITDAR par région



Activité

Korian est l'un des principaux opérateurs de maisons de retraite et soins de suite en Europe avec plus de 90 000 lits exploités en France, Allemagne, Belgique, Italie et désormais R-U, Espagne et Pays-Bas.

Ses concurrents : Orpéa (Fr), LNA Santé (Fr), Tenet Healthcare (USA), Roen Klinicum (All), Attento (Suède), Ramsay (Fr), Humana (USA), Millenium & Co (UK)

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	3 612,5	3 874,0	4 310,5	4 751,3
EBITDA	884,8	861,2	1 000,3	1 178,1
EBITA	374,2	266,0	380,9	495,3
Résultat Financier	-183,1	-205,8	-203,4	-203,4
RN part du groupe	114,6	39,6	102,6	187,6

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	10 035,0	11 314,6	9 941,8	9 894,0
dont GW	2 504,2	2 905,6	2 504,2	2 504,2
BFR	-561,9	-602,6	-670,5	-739,1
Fonds Propres totaux	2 569,6	3 322,5	3 133,4	3 287,6
Endettement Financier net	6 163,4	6 552,4	6 898,0	7 149,0
dt obligations locatives IFRS	3 646,7	3 712,6	3 712,6	3 712,6

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	333,3	291,7	387,4	492,8
CAPEX	-477,2	-758,7	-469,5	-480,5
CAF / CAPEX	0,7	0,4	0,8	1,0
Variation de BFR	44,2	40,7	67,9	68,6
Pay-Out	0,0	-0,1	-0,8	-0,3
FCF Opérationnel	-99,7	-426,3	-14,2	80,9

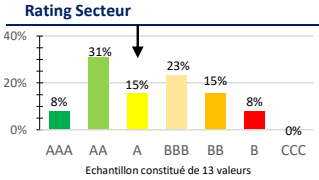
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
Gearing	97,9%	85,5%	101,7%	104,5%
DN/EBITDA	2,8x	3,3x	3,2x	2,9x
GW/FP	97,5%	87,5%	79,9%	76,2%
Marge d'EBITA	10%	7%	9%	10%
Marge nette	3%	1%	2%	4%
ROE	4,5%	1,2%	3,3%	5,7%
ROCE	4,0%	2,5%	4,1%	5,4%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	1,3	0,4	0,9	1,7
Dividende net	0,0	0,3	0,6	0,6
CAF / action	4,0	3,1	3,7	4,7
Actif net par action	30,9	30,1	28,4	29,1

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours de clôture (€)	32,9 €	30,6 €	26,2 €	26,2 €
PER	21,5x	52,4x	21,5x	13,5x
P / CAF	8,2x	9,8x	7,1x	5,6x
Rdt du FCF opérationnel	-1,8%	-6,4%	-0,2%	1,2%
P / AN	1,1x	1,0x	0,9x	0,9x
VE / CA	1,6x	1,7x	1,5x	1,4x
VE/ EBITDA	10,5x	12,7x	10,5x	8,9x
VE/ EBITA	17,4x	28,7x	19,3x	14,9x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Korian

A

Score :5,8

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	29,7TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (n.d)	n.d
S	50,0% de femmes au Comex	★★★★★
	Développement du capital humain (6,8)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (90,0%)	★★★★★
	Comportement ethic (8)	★★★★

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

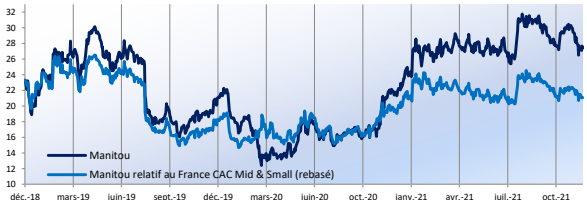
Source : Financière d'Uzès

MANITOU	Cours au 08/12/2021	27,4 €
Secteur : Biens d'équipement	Objectif	32,3€ (+17,7%)

Données boursières

MNEMO / ISIN	MTU-PAR / FR0000038606
Capitalisation	1 087 M€
Flottant	34,1%
Extrêmes 12 m (€)	22,1€ / 31,8€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-9,6%	-11,3%	+27,7%
Perf. relative CAC Mid&Small	-5,3%	-10,3%	+11,8%



Résultats et enjeux

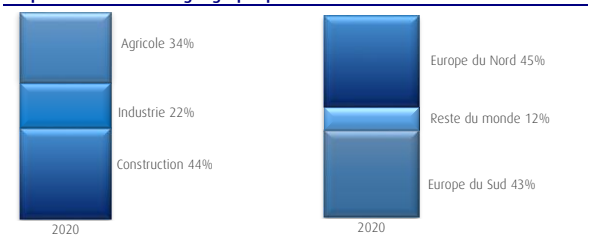
Les résultats semestre sont excellents soit un ROC de 85 M€ (MOP courante de 8.8%), équivalent à l'ensemble de l'exercice 2020, à attribuer au fort volume d'activité (CA +27%), à une hausse contenue des coûts de production (impact limité des hausses des matières premières) et une bonne gestion de la supply chain.

Le CA T3 est un peu moins flamboyant (+10%) dans un contexte de tensions accrues sur la disponibilité des composants. En revanche, la dynamique record des prises de commandes se prolonge avec 856M€ de prises de commandes au T3 et un carnet machines à fin septembre de 2295M€, soit plus d'un an de CA (18 mois hors activités de services).

Les dirigeants qui avaient relevé leurs objectifs d'activité à la hausse en juillet dernier reviennent à une croissance de l'ordre de 15% pour 2021 (vs +20%), compte tenu des ruptures d'approvisionnement qui se sont multipliées depuis septembre. En revanche, les objectifs de MOP courante sont inchangés à 6.7% (+130pb) soit environ 122M€ de ROP (+43%) intégrant : 1/ une hausse des coûts matières et des coûts de transport au S2 mais moins importantes qu'initialement prévu, 2/ un report de certains projets et un décalage dans la reprise des coûts marketing et commerciaux, 3/ un effet mix moins favorable au S2, avec une hausse des livraisons aux loueurs.

En théorie, l'exercice 2022 devrait être excellent (décalage de livraison de 2021 vers 2022, effet prix en année pleine (>+5%), profondeur du carnet de commandes), sauf maintien d'importants freins opérationnels. En tout état de cause, l'avance prise en 2021 vient pleinement sécuriser le plan de marche à horizon 2025 soit : un CA de 2500M€, un Ebitda >10% (9.5% attendu en 2021) et un Ebit> 8% (6.7% attendu en 2021).
Le bilan est solide, la stratégie très lisible (rationalisation, services à valeur ajoutée, transition écologique), la demande toujours forte, alimentée par les Plans de relance qui vont se déployer en France et dans l'UE. La valorisation reste modérée et la décote significative vs les comparables (>20%) et les historiques (>25%).

CA par activité et zone géographique



Activité

Manitou est spécialisé dans la fabrication et la commercialisation de matériels de manutention et nacelles élévatrices sous marque Manitou, Gehl et Mustang by Manitou, destinés aux marchés de la construction, de l'agriculture et des industries. Fortement implanté Europe où il réalise encore les deux tiers de son activité, ses produits sont distribués dans le monde entier grâce à l'expertise d'un réseau de 1050 concessionnaires.

Ses concurrents : Agco Corp (US), Caterpillar (US), Deere & Co (US), Jungheinrich (All) Terex Corp (US), Haulotte (Fr), Oshkosh (Fr), Wacker Neuson (All), Hyster Yale Mat Handling (US), Kion (All)

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	2 093,5	1 585,1	1 821,8	2 040,4
EBITDA	192,8	138,4	177,3	192,7
EBIT	148,5	85,3	121,6	134,3
Résultat Financier	-7,5	-11,3	-7,0	-8,0
RN part du Groupe	95,9	39,6	80,0	88,0

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	336,7	337,2	361,5	388,0
dont GW	0,3	0,3	0,3	0,3
BFR	591,6	439,4	505,0	565,6
Fonds Propres totaux	664,6	665,8	722,0	778,0
Endettement Financier net	210,0	58,7	92,4	123,5

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	147,1	93,3	135,6	146,5
CAPEX	66,3	50,0	80,0	85,0
CAF / CAPEX	2,2	1,9	1,7	1,7
Variation de BFR	69,8	-152,2	65,6	60,6
Pay-Out	0,3	0,5	0,3	0,4
FCF opérationnel	11,1	195,5	-10,0	0,9

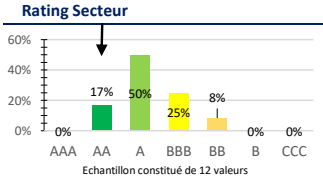
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
DN/FP	31,6%	8,8%	12,8%	15,9%
DN/EBITDA	1,1x	0,4x	0,5x	0,6x
GW/FP	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
M/EBIT	7,1%	5,4%	6,7%	6,6%
Marge nette	4,6%	2,5%	4,4%	4,3%
ROE	14,6%	6,0%	11,2%	11,4%
ROCE	16,0%	11,0%	14,0%	14,1%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	2,42	1,00	2,02	2,22
Dividende net	0,50	0,60	0,81	0,78
CAF / action	3,72	2,35	3,42	3,69
Actif net par action	16,02	16,33	17,65	18,86

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	23,0 €	17,3 €	27,4 €	27,4 €
PE	9,5x	17,3x	13,6x	12,3x
P / CAF	6,2	7,3	8,0	7,4
Rdt du FCF opérationnel	1,0%	26,3%	-0,8%	0,1%
P / AN	1,4x	1,1x	1,6x	1,5x
VE / CA	0,5x	0,5x	0,6x	0,6x
VE/ EBITDA	5,8x	5,4x	6,7x	6,3x
VE/ EBIT	7,5x	8,7x	9,7x	9,0x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Manitou

AA
Score :8,3

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	26,4TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (n.d)	n.d
S	36,4% de femmes au Comex	★★★½
	Développement du capital humain (6,9)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (36,4%)	★★★½
	Comportement ethic (4,2)	★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

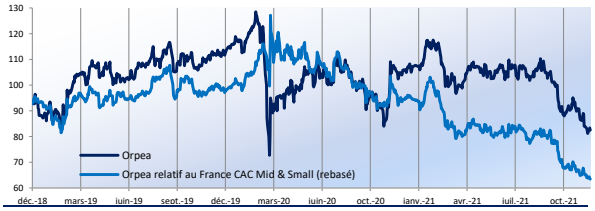
ORPEA
Secteur : Santé

Cours au 08/12/2021	**82,5 €**
Objectif	**105,5€ (+27,8%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	ORP-PAR / FR0000184798
Capitalisation	5 332 M€
Flottant	78,8%
Extrêmes 12 m (€)	81,2€ / 117,6€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-11,5%	-23,6%	-22,1%
Perf. relative CAC Mid&Small	-7,2%	-22,6%	-38,0%



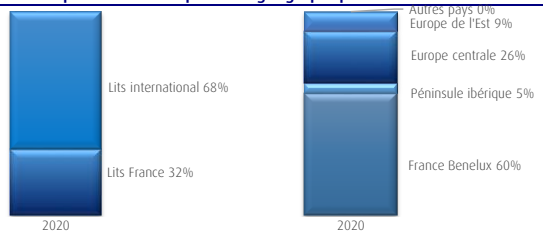
Résultats et enjeux

Les résultats du S1 sont conformes aux attentes avec un rattrapage de près de 50% de la marge abandonnée pendant le Covid. Le CA s'affiche à 2069,2M€ (+8.7% dt 5.2%pcc) avec une très nette accélération de l'activité au T2 (+9.8%pcc) qui s'est prolongée au T3 (10,8% et +5,7% à ptc.). Au semestre, l'EBITDAR ressort à 515 M€ (+13.6%), 24.9% du CA (+100pb) et 26.2%CA hors coûts covid, avec i/un tassement constaté en France/Benelux (EBITDAR à 26% vs 27% au S1 2020) lié à la baisse des TO, ii/une amélioration en revanche dans les zones Europe centrale (+260pb), Ibérico-LatAm (+450pb) et Europe de l'Est (+970pb). L'EBITDA progresse de 13.8% à 499 M€, l'EBIT de 17.3% à 231 M€, le RN de 40% à 102 M€ après baisse des frais financiers et de la charge d'impôt.
Le programme d'ouverture de lits se déroule conformément aux attentes, soit 2336 lits ouverts à fin septembre et un objectif reconduit à 4055 sur l'année. Le réservoir de croissance est toujours important, soit 26 359 lits, une croissance embarquée de 25% et 1Md€ de CA d'ici à 5 ans, auquel viendra s'ajouter un parc en restructuration qui offrira un levier complémentaire.
Le bilan est assez stable avec i/un endettement net de 6,8 Md€, une valeur immobilière de 7,4 Md€ (taux de capitalisation de 5,3%) et un taux de détention de 47%, ii/un coût de la dette en baisse à 2.2%.

Les guidances sont ajustées à la hausse pour 2021 soit i/un CA>4275 M€ (+9%), une marge d'EBITDAR >24.9% et pour cible 2022 un retour au niveau de marge d'avant crise (26,3%). Nos estimations retiennent une marge d'Ebitdar à 25.7% (+110pb) pour cette année et 26.6% en 2022 (+90pb).

Les TO se redressent avec l'objectif d'un retour à la situation d'avant crise pour la fin de l'année. Le pipe est important, la volonté de croissance toujours forte sur les zones LatAm et Europe de l'Est en particulier. La fidélisation des équipes soignantes est un enjeu important et la remontée des taux d'intérêt une source d'inquiétude pour les marchés. Mais notre opinion reste fondamentalement positive et la baisse du titre une opportunité pour se repositionner.

Lits en exploitation et CA par zone géographique



Activité

Orpea est un leader européen de la prise en charge de la dépendance (Maisons de retraite, cliniques de moyen séjour et de psychiatrie, maintien à domicile). Son réseau compte 1014 établissements et plus de 105K lits dans 22 pays répartis en 5 clusters : France/Benelux, Europe Centrale, Europe de l'Est, Péninsule Ibérique/LATAM, Autres pays.

Ses concurrents : Korian (Fr), LNA Santé (Fr), Tenet Healthcare (USA), Roen Klinicum (All), Attento (Suède), Ramsay (Fr), Humana (USA), Millenium & Co (UK).

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	3 740,2	3 922,3	4 283,1	4 650,8
EBITDA	949,3	926,5	728,1	830,7
EBITA	503,6	422,9	526,6	612,0
Résultat Financier	-215,0	-256,7	-226,0	-226,0
RN publié part du Groupe	234,0	160,0	234,0	306,7

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	12 445,0	14 398,0	14 898,0	14 876,2
dont GW	1 299,0	1 489,0	1 653,0	1 653,0
BFR	-404,0	-794,0	-867,0	-941,5
Fonds Propres totaux	3 020,0	3 369,0	3 544,8	3 773,5
Endettement Financier (1)	7 868,0	8 920,0	9 186,1	8 861,2
dt dette sur obl. locatives IF	2 334,0	2 817,0	2 817,0	2 817,0

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	444,4	407,8	770,0	888,7
Investissement global	978,0	1 007,0	1 036,0	560,2
CAF/Investissement	0,5	0,4	0,7	1,6
Variation de BFR	-266,0	-390,0	-73,0	-74,4
FCF opérationnel	-267,6	-209,2	-193,0	402,9
Pay-Out	0,0	0,3	0,3	0,3
FCF après acquisition	-345,1	-209,2	-251,1	324,9

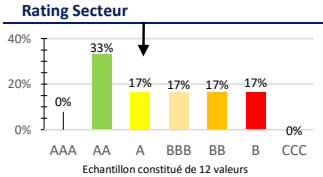
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
DN/FP	261%	265%	259%	235%
DN/EBITDA	8,3x	9,6x	12,6x	10,7x
GW/FP	43%	44%	47%	44%
M/EBITA	13,5%	10,8%	12,3%	13,2%
Marge nette	6,3%	4,1%	5,5%	6,6%
ROE	8,1%	5,2%	7,8%	9,2%
ROCE	4,1%	3,0%	4,1%	4,7%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	3,81	2,70	4,27	5,39
Dividende net	0,00	0,90	1,21	1,58
CAF / action	6,88	6,31	11,91	13,75
Actif net par action	46,81	51,30	53,72	56,88

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	105,2 €	103,8 €	82,5 €	82,5 €
PE	27,6x	38,5x	19,3x	15,3x
P / CAF	15,3x	16,4x	6,9x	6,0x
Rdt du FCF opérationnel	-2,2%	-1,6%	-1,6%	3,5%
P / AN	2,2x	2,0x	1,5x	1,5x
VE / CA	3,3x	3,3x	2,7x	2,4x
VE/ EBITDA	13,0x	13,8x	16,1x	13,7x
VE/EBITA	24,5x	30,3x	22,2x	18,6x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Orpéa

A
Score :7,1

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	33,1TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (4,6)	★★½
S	50,0% de femmes au Comex	★★★★★
	Développement du capital humain (5,6)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (92,3%)	★★★★★
	Comportement ethic (6,6)	★★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

PIERRE & VACANCES

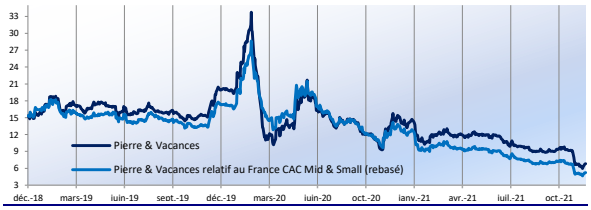
Secteur : Hôtellerie - Loisirs

Cours au 08/12/2021	**6,8 €**
Objectif	**8,7€ (+26,9%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	VAC-PAR / FR0000073041
Capitalisation	68 M€
Flottant	47,8%
Extrêmes 12 m (€)	6,0€ / 14,7€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-25,5%	-24,6%	-53,7%
Perf. relative CAC Mid&Small	-21,2%	-23,6%	-69,7%



Résultats et enjeux

L'activité 2021 (à fin septembre) est contrastée entre d'une part, un 1S difficile affecté par les fermetures et mesures restrictives dans le contexte de crise sanitaire (5 mois de fermetures et d'exploitation partielle des sites vs 2,5 en 2020) et, d'autre part, un 2S de rebond marqué par un bon redémarrage au 3T et un excellent 4T (+17,3% et taux d'occupation > 2019).

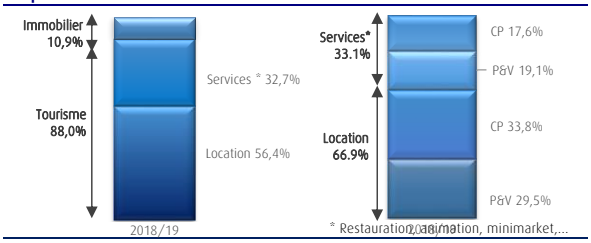
Dans le détail : 1/ le CA s'établit à 1,05Md€ (-18,8% et -37% < à 2019) dont Tourisme à 801M€ (-21,7% dont -70% sur le 1S et +34% sur le 2S) et Immobilier à 252M€ (-8%) ; 2/ le ROC en recul à -237M€ (-65M€ vs 2020) en lien avec la chute du Tourisme à -221M€ (-66M€), là où la perte de l'Immobilier est stable à -15M€. L'impact de la baisse du CA Tourisme sur le ROC (pour -150M€) a été partiellement compensé par les indemnisations liées à la perte d'activité (+69M€) et les économies prévues dans le cadre du plan Change Up (19M€ après 10M€ en 2020) ; 3/ Le RN s'élève à -341M€ (stable en raison de charges exceptionnelles < à 2020).

Les perspectives de réservation des prochains mois sont encourageantes : le portefeuille de réservations touristiques à date pour le 1T21/22 est > aux 2 précédents exercices sur la même période, tant pour CP que pour P&V Europe, et montre même une croissance de +15% vs 2019. Le 2T devrait prolonger cette tendance. De son côté, Adagio bénéficie d'une hausse plus rapide qu'anticipée de la demande.

Pour autant, les préoccupations de CT concernent essentiellement la situation financière du groupe, très dégradée après 18 mois de crise sanitaire : DN à 530M€ (+199M€ vs 2020) pour des CP de -424M€ avec comme prochaine échéance de remboursement de la dette, septembre 2022 (pour 530M€). A ce sujet, le groupe fait part d'avancées significatives sur la procédure de conciliation autour des 3 éléments suivants : 1/ Mise en place d'un Nouveau Financement (mise à disposition de 125M€ depuis le 1er décembre), 2/ Négociation avec les bailleurs individuels (taux d'acceptation proche de leur objectif de 85%), 3/ Renforcement des Fonds propres (1 offre ferme reçue à ce jour d'investisseurs, dont certains créanciers du groupe, mais également discussions en cours avec d'autres candidats).

La prudence reste de mise jusqu'à la signature d'un accord définitif avec les investisseurs attendu pour début 2022.

CA par activité



Activité

P&V est un acteur européen du tourisme, principalement de proximité. A la différence d'autres professionnels du tourisme, le groupe opère sur 2 métiers complémentaires : 1/ l'Immobilier en tant que promoteur immobilier (prospection foncière, conception des sites, vente sur plan aux investisseurs individuels et institutionnels, établissement de baux de location entre le groupe et les propriétaires, construction des projets en qualité de maitre d'ouvrage. 2/ le Tourisme en tant qu'exploitant touristique (livraison des nouvelles résidences, gestion quotidienne des sites et ventes de séjours auprès de clientèles touristiques).

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	1 297,7	1 053,5	1 412,8	1 808,3
EBITDA	-110,9	-186,8	72,5	122,2
EBITA	-171,5	-236,7	22,6	72,3
Résultat Financier	-22,2	-43,7	-37,9	-28,6
RN hors ORNANE	-336,1	-341,3	-26,8	23,8
RN Pdg hors ORNANE	-336,2	-341,4	-26,9	23,7

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	676,0	578,8	603,9	639,0
dont GW	140,0	138,2	138,2	138,2
BFR	-123,2	-41,3	-55,4	-70,9
Fonds Propres totaux	-83,9	-423,6	-450,9	-427,2
Endettement Financier net	330,6	529,8	338,6	316,9

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	-110,9	-186,8	72,5	122,2
CAPEX	-39,3	-50,3	-75,0	-85,0
CAF / CAPEX	2,8	3,7	-1,0	-1,4
Variation de BFR	-38,6	38,0	-14,1	-15,5
Pay-Out	0%	0%	0%	0%
FCF Opérationnel	-188,8	-199,1	-16,6	21,7

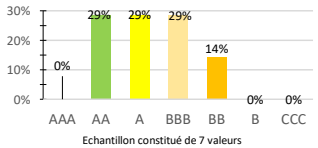
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	-394%	-125%	-75%	-74%
DN/EBITDA	ns	ns	4,7	2,6
GW/FP	ns	ns	ns	ns
Marge d'EBITA	-13,2%	-22,5%	1,6%	4,0%
Marge nette	-25,9%	-32,4%	-1,9%	1,3%
ROE	ns	ns	ns	ns
ROCE	-31,0%	-44,0%	4,1%	12,7%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	-33,12	-33,63	-2,65	2,33
Dividende net	0,00	0,00	0,00	0,00
CAF / action	-10,92	-18,40	7,14	12,04
Actif net par action	-8,27	-41,73	-44,42	-42,08

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	16,9 €	11,5 €	6,8 €	6,8 €
PER	n.s	n.s	ns	2,9x
P / CAF	-1,5x	-0,6x	1,0x	0,6x
Rdt du FCF opérationnel	-30,1%	-26,1%	-3,2%	4,3%
P / AN	-2,0x	-0,3x	-0,2x	-0,2x
VE / CA	0,5x	0,7x	0,4x	0,3x
VE/ EBITDA	-5,7x	-4,1x	7,2x	4,1x
VE/ EBITA	-3,7x	-3,2x	23,1x	6,9x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Pierre & Vacances : société non notée par MSCI

La société est un contributeur aux objectifs de Développement Durable de l'ONU	-
La société a engagé une politique RSE	Oui
La société s'est engagée a réduire les émissions de GES	Oui

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

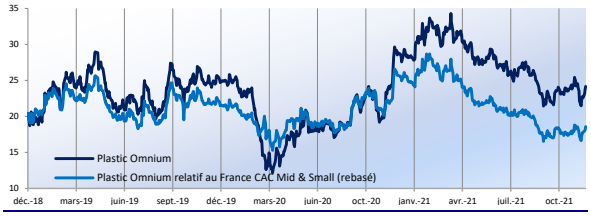
PLASTIC OMNIUM
Secteur : Equipementiers Automobiles

Cours au 08/12/2021	**24,2 €**
Objectif	**29,4€ (+21,7%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	POM-PAR / FR0000124570
Capitalisation	3 554 M€
Flottant	38,6%
Extrêmes 12 m (€)	21,4€ / 34,3€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+1,1%	+3,8%	-15,8%
Perf. relative CAC Mid&Small	+5,4%	+4,8%	-31,7%



Résultats et enjeux

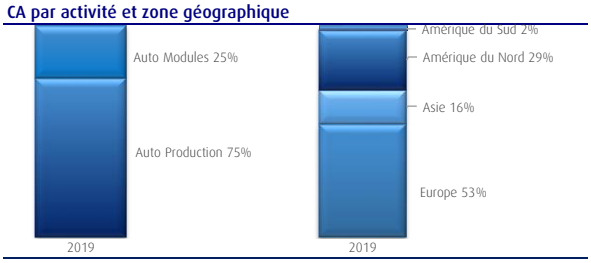
Malgré un environnement 1S21 particulièrement volatil (production à -13% vs 1S19 et -11% vs 4T20) et fragmenté (Chine et Amérique du Nord proches des niveaux de 2019, Europe en retard (-10% vs 2019)), impacté par la pénurie de semi-conducteurs, POM publie un 1S21 en forte amélioration : 1/ croissance top line à +31,9%pcc (à 4,14Md€) et +2,5pts de surperformance tirée par la Chine et reste de l'Asie (+7,2pts), 2/ MOP à 6,2% (+50pb vs 2S20 et proche des 6,6% au 1S19) grâce à i/la bonne exécution du plan Omega (200M€ d'économies dont la moitié réalisée en 2021), ii/à une anticipation très prudente du marché qui a conduit le management à gérer le groupe en « mode crise » et à accroître la flexibilité, iii /au retour à l'équilibre de l'usine de Greer aux USA. Sans la pénurie, la MOP aurait été meilleure sachant que le mix de CA perdu lui est défavorable. 3/ FCF à 151M€ qui contribue à réduire la DN (0,9x EBITDA vs 1,2x fin 2020).

A l'instar de Faurecia, et suite aux révisions de prévision de production automobile de IHS (-6% vs préc.), POM a modifié fin septembre ses guidances : 1/ Croissance à 1 chiffre du CA (vs « forte croissance »), 2/ MOP entre 4% et 5% (vs 6% préc.), 3/ FCF de 200M€ (vs >200M€).

La performance du 3T (-14,4%pcc mais +510pb de surperformance grâce à l'ensemble des zones géographiques, en particulier l'Asie, et aux démarrages de nouveaux programmes) met l'accent sur l'agilité et la flexibilité de POM face aux difficultés rencontrées : 1/ plus que la baisse du marché, sa volatilité et son manque de visibilité sont complexes à gérer (1 à 3 semaines maxi), 2/ les choix d'allocation des semi-conducteurs des clients à certaines usines et modèles, 3/ l'inflation, plus difficile à gérer sur les salaires que sur les matières premières (via des contrats de répercussion des prix) et sur les coûts globaux (par des mesures d'économies supplémentaires).

Pour le 4T, POM indique une tendance identique au 3T (dont l'Allemagne et l'Europe de l'Est fortement impactés comme au 3T). Pour 2022, le groupe confirme la perspective d'une reprise de l'activité (carnets de commandes au plus haut et stocks au plus bas). Néanmoins, il pointe les risques du secteur : 1/ faillite de certains sous-traitants, fragilisés par 2 années difficiles et une situation financière très dégradée, 2/ pénurie sur d'autres matières 1ères comme le Manganèse.

CA par activité et zone géographique



Activité

POM est aujourd'hui un équipementier automobile mondial structuré autour de 2 activités, PO Industries et PO Modules, et de 3 métiers leaders dédiés à l'allègement du véhicule et la réduction des émissions de CO2 : 1/ Systèmes de carrosseries intelligents en plastique et composites (Pare-chocs, pièces de carrosserie et spoilers, hayons communicants...), 2/ Systèmes d'énergies propres (solution de stockage en plastique et composites et solutions de dépollution pour véhicules thermiques et hybrides rechargeables, solutions d'énergies nouvelles telles que la pile à combustible et propulsion hydrogène), 3/ Modules (développement, assemblage et logistique de modules complexes tels que modules bloc-avant, cockpit, consoles ou convertisseurs d'énergie

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	8 493,6	7 073,2	7 285,6	8 186,5
EBITDA	1 005,3	648,0	988,6	1 028,6
EBITA	510,6	118,3	353,2	505,3
Résultat Financier	-77,8	-68,5	-70,0	-56,6
RN	240,4	-249,2	151,6	271,7
RN part du groupe	258,2	-251,1	165,6	285,7

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	4 073,7	3 578,3	3 297,0	3 172,4
dont GW	1 017,8	1 014,4	1 014,4	1 014,4
BFR	-657,6	-550,4	-478,5	-537,7
Fonds Propres totaux	2 343,6	1 940,3	2 054,6	2 220,6
Endettement Financier net	739,8	806,9	770,0	485,1

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	839,3	569,9	706,1	776,0
CAPEX	-512,0	-374,0	-386,1	-433,9
CAF / CAPEX	-1,6	-1,5	-1,8	-1,8
Variation de BFR	-16,7	-107,2	-71,9	59,2
Pay-Out	28%	-29%	81%	57%
FCF opérationnel	310,6	88,8	248,0	401,2

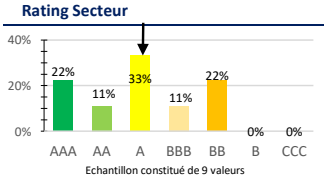
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
Gearing	31,6%	41,6%	37,5%	21,8%
DN/EBITDA	0,7x	1,2x	0,8x	0,5x
GW/FP	43,4%	52,3%	49,4%	45,7%
Marge d'EBITA	6,0%	1,7%	4,8%	6,2%
Marge nette	3,0%	-3,6%	2,3%	3,5%
ROE	11,0%	-12,9%	8,1%	12,9%
ROCE	14,9%	3,9%	12,5%	19,2%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	1,66	-1,82	1,12	1,85
Dividende net	0,49	0,49	0,90	1,10
CAF / action	5,70	3,87	4,69	5,15
Actif net par action	15,36	12,80	13,24	14,36

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	23,8 €	20,6 €	24,2 €	24,2 €
PER	14,3x	-11,3x	21,5x	13,0x
P / CAF	4,2x	5,3x	5,2x	4,7x
Rdt du FCF opérationnel	9,0%	2,8%	6,7%	10,9%
P / AN	1,5x	1,6x	1,8x	1,7x
VE / CA	0,5x	0,6x	0,6x	0,5x
VE/ EBITDA	3,8x	6,5x	4,2x	3,9x
VE/ EBITA	7,7x	37,6x	12,2x	8,2x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating POM

A
Score :6,7
en baisse vs préc.

	Critères FU	Notes
E	46,7TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (n.d)	n.d
S	47,1% de femmes au Comex	★★★★★
	Développement du capital humain (6,2)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (58,8%)	★★★★★
	Comportement ethic (6,3)	★★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

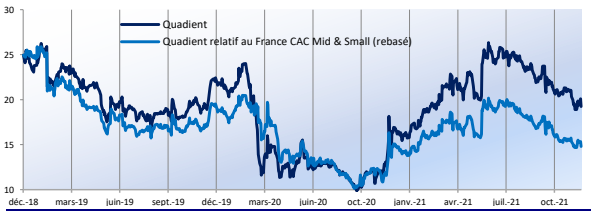
QUADIENT
Secteur : Services aux entreprises

Cours au 08/12/2021	**19,3 €**
Objectif	**28,7€ (+49,1%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	QDT-PAR / FR0000120560
Capitalisation	665 M€
Flottant	64,4%
Extrêmes 12 m (€)	15,5€ / 26,3€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-9,5%	-14,1%	+15,8%
Perf. relative CAC Mid&Small	-5,2%	-13,1%	-0,2%



Résultats et enjeux

Les résultats 1S20 sont en ligne avec les objectifs de la phase 2 du plan en cours de déploiement, centré autour de la croissance organique, l'amélioration de la profitabilité et le désendettement.

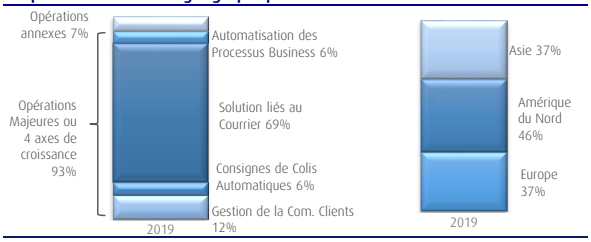
Dans le détail : 1/ CA à 504M€ (+3,9% ; +11,1%pcc) alimenté par les 3 activités majeures (91% du CA total) à +9%pcc : i/ l'activité de courrier (MRS) à +5,1%pcc (reprise solide des ventes d'équipements, soutenue par le renouvellement de la gamme de systèmes d'affranchissement intelligents avec des lancements réussis aux US et un déploiement en cours en Europe) ; ii/ Les consignes automatiques (PLS) à+40,7%pcc (poursuite du déploiement des consignes installées aux US/Japon/RU/France) ; iii/ Les solutions d'automatisation Intelligentes des communications (ICA) à +11,7%pcc (transition des logiciels en mode Licence - modèle d'achat de produits - vers un mode Saas - modèle d'abonnement). L'Amérique du Nord tire la croissance (+12%pcc) alors que l'Europe (+5,4%) reste partiellement pénalisée par les mesures sanitaires. 2/ ROP à 70M€ (+28,2%pcc) soit une MOP de 14% (vs 12,6%) tirée par les 3 activités majeures (MOP à 15,5% soit +0,7pts : hausse des volumes, économies sur SG&A).

Comme attendu sur le 3T (-0,3%pcc dont -0,4%pcc pour les activités majeurs), l'effet de base défavorable est réel mais la performance se veut un peu supérieure aux attentes, en lien avec un repli limité de MRS (-1,8% grâce à la résilience des revenus liés aux souscriptions) tandis que les évolutions de PLS (-4,1% lié à la fin de contrat avec Lowe's aux USA en 2020) et de ICA (+6,1% dont +20,3% sur les revenus liés aux souscriptions) sont conformes.

Néanmoins, la guidance, relevée en cours d'année, se voit ajustée à la baisse en raison de tensions actuelles sur la chaîne d'approvisionnement : 1/ CA d'≈+4%pcc (vs >+4% pcc préc.) ; 2/ EBIT d'≈ +5%/+6% (vs >+6% préc. sur une base proforma de 140M€ et +5%/+6% init.).

Une croissance attendue en accélération sur les prochains trimestres, sécurisée par un carnet de commandes au plus haut à fin octobre 2021 et par un bon niveau des prises de commandes au 4T dans toutes les activités, le maintien des objectifs 2021-2023 (TMVA CA ≥+3%pcc et TMVA ROC ≥ « Mid-single digit ») et une valorisation au plancher nous confortent dans notre opinion positive sur le titre.

CA par activité et zone géographique



Activité

Quadient, nom donné à l'ex-Neopost, traduit le nouveau profil du groupe impulsé par son nouveau DG depuis 2018 : un groupe plus intégré et davantage tourné vers de nouvelles activités numériques. Le modèle du groupe se décline dans 2 zones géographiques principales (Europe et Amérique du Nord) et en 4 activités majeures (i- Mail Solutions : ventes de solutions de traitement de courriers (machines à affranchir + consommables, ii- Parcel Lockers : consignes automatiques, iii- Automatisation des Process Métiers (APM) : logiciels d'automatisation des process administratifs (factures dématérialisées, envoi automatique des factures), iv- logiciels de gestion des communications clients CEM (aide à la création et à la diffusion des communications).

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	1 142,7	1 029,4	1 017,2	1 021,1
EBITDA	282,1	246,0	250,1	260,4
EBITA	185,1	151,6	148,4	157,3
Résultat Financier	-41,1	-31,6	-27,7	-25,7
RN	15,3	41,4	62,0	72,6
RN part du groupe	14,1	40,4	62,0	72,6

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	1 489,5	1 449,6	1 436,8	1 423,0
dont GW	1 045,3	1 026,0	1 026,0	1 026,0
BFR	-121,4	-119,4	-141,5	-202,6
Fonds Propres totaux	1 248,6	1 240,0	1 361,9	1 420,4
Endettement Financier net	668,6	512,4	486,4	442,4

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	176,6	192,9	201,2	208,5
CAPEX	-109,0	-90,0	-88,9	-89,3
CAF / CAPEX	-1,6	-2,1	-2,3	-2,3
Variation de BFR	18,0	64,0	-22,1	-61,1
Pay-Out	95%	30%	23%	22%
FCF Opérationnel	85,6	166,9	90,1	58,2

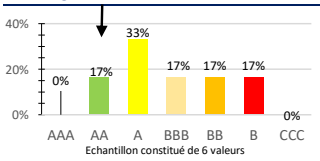
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
Gearing	54%	41%	36%	31%
DN/EBITDA	2,4	2,1	1,9	1,7
GW/FP	83,7%	82,7%	75,3%	72,2%
Marge d'EBITA	16,2%	14,7%	14,6%	15,4%
Marge nette	1,2%	3,9%	6,1%	7,1%
ROE	1,1%	3,3%	4,6%	5,1%
ROCE	13,5%	11,4%	11,5%	12,9%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	0,36	1,14	1,74	1,99
Dividende net	0,35	0,35	0,41	0,45
CAF / action	4,48	5,43	5,66	5,70
Actif net par action	32,51	35,88	39,40	39,94

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	20,1 €	14,2 €	19,3 €	19,3 €
PER	56,1x	12,5x	11,0x	9,7x
P / CAF	4,5x	2,6x	3,4x	3,4x
Rdt du FCF opérationnel	6,1%	17,4%	8,1%	5,4%
P / AN	0,6x	0,4x	0,5x	0,5x
VE / CA	1,2x	0,9x	1,1x	1,1x
VE/ EBITDA	5,0x	3,9x	4,4x	4,2x
VE/ EBITA	7,6x	6,3x	7,5x	6,9x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Quadient

AA
Score :7,8

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	9,6TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (n.d)	n.d
S	36,4% de femmes au Comex	★★★½
	Développement du capital humain (6,5)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (90,9%)	★★★★★
	Comportement ethic (6,2)	★★★

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

RUBIS

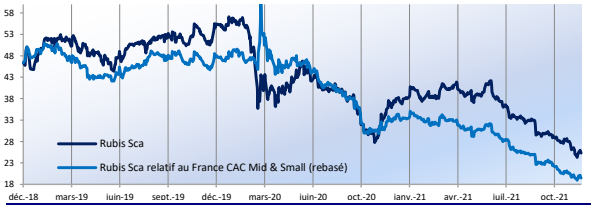
Secteur : Services pétrolier

Cours au 08/12/2021	**25,3 €**
Objectif	**35,9€ (+42,0%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	RUI-FR / FR0013269123
Capitalisation	2 593 M€
Flottant	46,5%
Extrêmes 12 m (€)	24,3€ / 42,2€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-10,8%	-23,1%	-32,0%
Perf. relative CAC Mid&Small	-6,5%	-22,0%	-48,0%



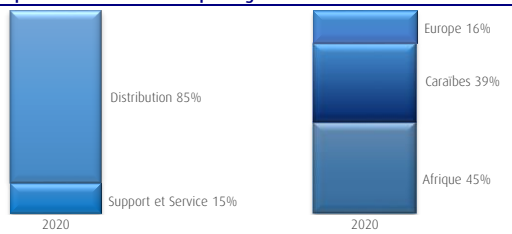
Résultats et enjeux

Les résultats du S1 sont satisfaisants au plan opérationnel en traduisant un début de redressement des performances du groupe (ROC à 188M€ (+10%), BN stable à 136 M€) qui s'est poursuivi au T3 : 1/ hausse de +7% des volumes distribués au S1 et de +8% à 9 mois vs 2020 avec une forte résistance du GPL et du bitume mais un segment aviation toujours difficile, 2/ stabilité des Marges Unitaires (+2%/S1 et +1%/T3 mais retraité des conditions d'approvisionnement exceptionnelles en bitume et des prix bloqués à Madagascar) dans un contexte de hausse des prix du pétrole, 3/ très bonne tenue des activités Support et Services dans un contexte sanitaire toujours perturbé. Elément positif également, un début de positionnement dans les énergies renouvelables avec la prise de participation de 18.5% au capital de HDF.

Pour autant, les points de tension sont encore nombreux : 1/situation encore chaotique en zone Caraïbes, impactée par la crise en Haïti et son exposition au tourisme, 2/hausse des prix pétroliers qui limite le potentiel de revalorisation des marges unitaires (MU non retraitée : -12%/T3), 3/environnement sanitaire toujours contraint, 4/ déception autour de la co-entreprise Terminal malgré un bon taux d'occupation (94%) avec une contribution au RN (SME) attendue faible suite i/ à l'amortissement de survaleurs liées au M&A, ii/à l'augmentation des charges financières (LBO sur la structure avec fort levier financier), 5/plan d'intéressement des salariés pesant sur les frais de holding (+7M€). L 'objectif de croissance du RN est reconduit, mais limité aux activités opérationnelles de Rubis énergie après impôt, càd hors frais de holding et hors Rubis Terminal (contribution marginale vs +12M€ attendue). Nos estimations retiennent désormais une légère baisse du RN à 270M€ (-3.7%) vs une stabilité pour le consensus.

Les multiples sont modérés mais la déception est là avec peu de momentum à CT : 1/ environnement toujours sous pression (restrictions sanitaires, prix pétroliers), 2/ comptes difficiles à appréhender (retraitements), 3/ importants enjeux ESG à adresser pour transformer un modèle aujourd'hui largement focalisé sur les énergies fossiles.

CA par secteur d'activité et par région



Activité

Rubis est un opérateur international indépendant spécialisé dans l'aval pétrolier et positionnée sur 3 métiers : 1 / la distribution de GPL et de fioul, 2/ un pôle support et services, 3/ le stockage de produits liquides, contrôlé avec I Squared Capital (55%/45%).

En matière ESG, le groupe s'inscrit dans une démarche de progrès avec : 1/un engagement fort pour baisser l'empreinte carbone de ses activités avec des enjeux importants autour de sa politique M&A, 2/progresser en termes de gouvernance.

Ses concurrents : Aygaz (Turquie), Koninklijke Vopak (Pays-Bas), Odfjell (Norvège), Total (France), Exxon Mobil (USA)

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	5 534,0	3 902,0	4 337,3	4 524,8
EBITDA	578,0	505,9	510,6	539,9
EBITA	456,0	365,9	369,4	392,6
Résultat Financier	-29,0	-37,2	-28,1	-28,2
RN part du groupe	313,0	280,3	269,8	284,8

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	3 699,5	2 991,9	2 854,6	2 909,8
dont GW	1 433,6	1 219,8	1 219,8	1 219,8
BFR	500,1	352,6	392,0	408,9
Fonds Propres totaux	2 594,0	2 620,3	2 703,6	2 813,0
Endettement Financier net	637,0	350,9	561,2	584,3
dt obligations locatives	182,8	171,2	171,2	171,2

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	477,7	431,2	425,6	469,3
CAPEX	-230,0	-219,0	-180,0	-200,0
CAF / CAPEX	2,1	2,0	2,4	2,3
Variation de BFR	-56,0	147,5	-39,3	-16,9
Pay-Out	54%	66%	64%	64%
FCF Opérationnel	191,7	359,7	206,3	252,3

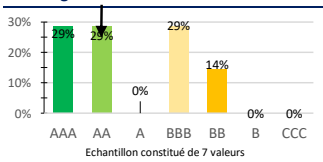
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
Gearing	25%	13%	21%	21%
DN/EBITDA	1,1	0,7	1,1	1,1
GW/FP	55,3%	46,6%	45,1%	43,4%
Marge d'EBITA	8,2%	9,4%	8,5%	8,7%
Marge nette	5,7%	7,2%	6,2%	6,3%
ROE	12,1%	10,7%	10,0%	10,1%
ROCE	10,9%	10,9%	11,4%	11,8%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	3,17	2,75	2,63	2,85
Dividende net	1,70	1,80	1,69	1,83
CAF / action	4,75	4,16	4,21	4,76
Actif net par action	24,37	24,14	25,58	27,37

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	50,8 €	41,5 €	25,3 €	25,3 €
PER	16,0x	15,1x	9,6x	8,9x
P / CAF	10,7x	10,0x	6,0x	5,3x
Rdt du FCF opérationnel	4,1%	5,6%	5,9%	7,3%
P / AN	2,1x	1,7x	1,0x	0,9x
VE / CA	1,1x	1,3x	0,8x	0,8x
VE/ EBITDA	10,1x	9,9x	6,9x	6,4x
VE/ EBITA	12,8x	13,7x	9,5x	8,8x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Rubis

AA
Score :8,4

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	45,3TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (n.d)	n.d
S	55,6% de femmes au Comex	★★★★★
	Développement du capital humain (6,3)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (66,7%)	★★★★★
	Comportement ethic (6)	★★★

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

SAFRAN

Secteur : Equipementiers Aéronautiques

Cours au 08/12/2021	**107,5 €**
Objectif	**132,4€ (+23,1%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	SAF-PAR / FR0000073272
Capitalisation	45 937 M€
Flottant	81,4%
Extrêmes 12 m (€)	98,7€ / 126,5€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-10,5%	+5,8%	-11,9%
Performance relative CAC40	-10,0%	+0,6%	-38,0%

Résultats et enjeux

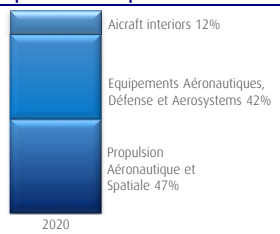
Après un point bas au 1T (-34,6% pcc), encore affecté par des effets de la crise Covid et l'immobilisation des B737 MAX, le redressement de l'activité est visible depuis le 2T et se prolonge sur le 3T (resp. +10% et +11,6%pcc) notamment sur l'après-vente moteur civile (resp. +55% et +44%).

La perspective d'une activité plus soutenue en fin d'année (grosse commande de pièces détachées en novembre et accélération des livraisons de Leap) sécurise la réalisation des guidances 2021 : : 1/ CA de -2/-4%pcc ou -7/-9% en publié, 2/ amélioration de la MOP >100pb, 3/FCF relevé à >1,5Md€ (vs >2020 init.).

Le groupe a tenu un CMD qui coïncide avec l'arrivée d'une nouvelle équipe de direction pour présenter des objectifs 2021-25, selon nous, raisonnables : 1/ TMVA21-25 CA de +10%pcc dont +15%pcc pour l'après-vente civile ; 2/ MOP entre 15/18% (+5pts vs 2021) dont >20% pour la Propulsion, ≈15% pour l'Equipement & Défense, >10% pour Aircraft Interiors. Cette amélioration de la MOP sera plus forte dès 2023. D'ici là, pèseront encore partiellement sur la marge la forte dynamique de livraisons du LEAP (marges négatives), l'environnement inflationniste (matériaux et salaires), la fin du chômage partiel et les charges de R&D ; 3/ FCF d'≈70% EBITA soit ≈10Md€ de FCF cumulés sur la période qui permettaient, en sus des éventuelles cessions envisagées sur l'ancien Zodiac (maxi 30%), de contenir le ratio DN/EBITDA en-dessous de 1x à horizon 2025.

A l'issue de la réunion, notre opinion est clairement positive : 1/ les objectifs sont élaborés sur la base d'hypothèses de marché qui peuvent sembler prudentes : si le groupe vise un retour au niveau de 2019 des capacités sur les monocouloirs vers la fin 2022, son scénario de croissance sur la période 2023-25 à +4,8%/an et sur 20 ans à +2,9% (vs +4% pour Airbus et Boeing) semble conservateur ; 2/ le profil du groupe est de nature à bénéficier pleinement de la normalisation de l'environnement aéronautique : n°1 ou 2 sur l'ensemble de ses activités ; profil équilibré entre 1ère monte et après-vente, positionnement essentiellement sur le moyen-courrier qui bénéficie d'un solide momentum ; bonne visibilité sur la croissance forte de l'après-vente civile avec la ½ des CFM56 qui n'ont pas encore passé leur 1ère visite en atelier et des prix par prestations de services en évolution.

CA par division et par activité



Activité

Safran est centré sur les métiers de l'Aéronautique civil et militaires avec 3 segments : 1/ Propulsion (moteurs pour avions civils dont le CFM56, moteur civil le plus vendu au monde, et son successeur le LEAP, mais aussi pour hélicoptères), 2/ Equipements Aéronautiques (nacelles, trains et systèmes d'atterrissage, roues et freins, câblages électriques, systèmes avioniques et de navigation), 3/ Intérieurs d'avions (intérieurs complets de cabines intégrées, coffres à bagages, toilettes, cuisines embarquées, systèmes de divertissement à bord et sièges). Le modèle économique est solide, reposant à la fois sur son activité d'OEM aux avionneurs et ses activités de Services pour moteurs civils et court/moyen-courriers. L'aviation "décarbonée" est LE défi du groupe d'ici 2030.

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	24 639,5	16 498,0	15 430,9	18 244,7
EBITDA	4 968,0	2 476,0	2 685,6	3 358,4
EBITA	3 820,0	1 686,0	1 785,6	2 378,4
Résultat Financier	-89,0	-7,0	-85,0	-65,5
RN	2 732,0	879,0	1 185,1	1 675,1
RN part du groupe	2 665,0	844,0	1 155,1	1 640,1

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	23 553,0	22 163,0	21 302,9	21 420,3
dont GW	5 199,0	5 060,0	5 060,0	5 060,0
BFR	-2 188,0	-2 492,0	-2 430,5	-2 873,7
Fonds Propres totaux	12 748,0	12 750,0	13 750,4	14 996,1
Endettement Financier net	4 114,0	2 792,0	1 609,7	102,5

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	4 041,7	1 874,1	2 149,9	2 597,3
CAPEX	-1 162,0	-793,0	-662,9	-1 097,3
CAF / CAPEX	-3,5	-2,4	-3,2	-2,4
Variation de BFR	-897,0	-8,0	-61,5	443,2
Pay-Out	0%	22%	37%	39%
FCF Opérationnel	1 982,7	1 073,1	1 425,5	1 943,2

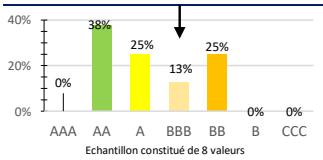
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
Gearing	32%	22%	12%	1%
DN/EBITDA	0,8x	1,1x	0,6x	0,0x
GW/FP	40,8%	39,7%	36,8%	33,7%
Marge d'EBITA	15,5%	10,2%	11,6%	13,0%
Marge nette	10,8%	5,1%	7,5%	9,0%
ROE	21,5%	6,8%	8,7%	11,3%
ROCE	16,1%	7,8%	8,8%	12,0%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	5,84	2,44	2,80	3,82
Dividende net	0,00	0,43	1,00	1,50
CAF / action	9,34	4,33	4,97	6,00
Actif net par action	28,96	28,90	31,18	34,01

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	128,8 €	102,6 €	107,5 €	107,5 €
PER	22,1x	42,0x	38,4x	28,1x
P / CAF	13,8x	23,7x	21,6x	17,9x
Rdt du FCF opérationnel	3,3%	2,2%	2,9%	4,1%
P / AN	4,4x	3,5x	3,4x	3,2x
VE / CA	0,5x	0,8x	0,9x	0,7x
VE/ EBITDA	2,6x	5,3x	4,9x	3,9x
VE/ EBITA	3,4x	7,8x	7,4x	5,5x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Safran

BBB
Score :5
en baisse vs préc.

	Critères FU	Notes
E	20,4TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (7,1)	★★★½
S	36,8% de femmes au Comex	★★★★
	Développement du capital humain (3,7)	★★★★
G	Indépendance du CdAdm (84,2%)	★★★★★
	Comportement ethic (5,3)	★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

SARTORIUS STEDIM BIOTECH

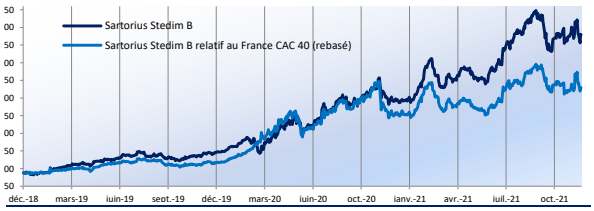
Secteur : Santé

Cours au 08/12/2021	**479,3 €**
Objectif	**435,5€ (-9,1%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	DIM-PAR / FR0013154002
Capitalisation	44 182 M€
Flottant	26,0%
Extrêmes 12 m (€)	286,6€ / 548,2€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+2,1%	-11,0%	+60,8%
Perf. relative CAC40	+2,6%	-16,2%	+34,7%



Résultats et enjeux

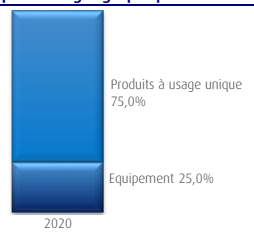
Le CA 9 mois progresse de +52.9% (+56.2% à change constant) à 2,1Md€, traduisant i/ une forte croissance organique dans l'ensemble des régions (+27% hors effet covid), ii/ un impact vaccins contre le coronavirus pour +24%, iii/ des effets périmètres pour +5%. De son côté, la marge d'EBITDA atteint un niveau record à 36.3% (+480pb) et 765.5M€ (+76.1%), à attribuer à d'importantes économies d'échelle et au report partiel de coûts du fait du peu de déplacements professionnels au S1.

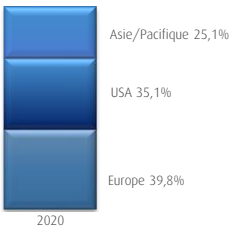
La perspective d'un T4 robuste et du niveau du T3 (760M€) conforte largement les guidances annuelles reconduites dans les termes suivants : 1/ une croissance attendue de +48% du CA, intégrant +4% d'effet périmètre et +20% d'impact pandémie, 2/ une marge d'EBITDA courante d'environ 36% (après 31,7% en 2020), 3/ des Capex de 12% du CA visant à accroitre les capacités de production des différents sites du groupe (Allemagne, Porto Rico, Chine, Corée du Sud), 4/un ratio de DN/Ebitda cible de 0.5x.

En première approche, SSB donne le sentiment que les productions de vaccins pourraient être du même niveau qu'en 2021 en 2022 avec un pic d'activité qui pourrait être atteint d'ici peu. La dynamique de croissance va donc très naturellement s'infléchir (+12,5% attendu après +50% en 2021) et les marges se normaliser progressivement (M/Ebitda attendu à 34,2% après 36% en 2021) après un exercice 2021 en tout point exceptionnel. En tout état de cause, les ambitions 2025 (CA de 4Md€ hors facturations covid/TMVA proche de +15% par an dont +10% d'organique, Marge d'EBITDA de 33%) seront largement dépassées en termes de CA.

Les multiples sont hors de prix mais SSB demeure l'une des rares sociétés françaises à forte visibilité (carnet de commandes à 9 mois 2108M€ (+53%), forte croissance et forte marge opérant sur un marché durablement robuste et porteur (croissance vigoureuse de la bio-pharmacie, leadership, absence de pression prix, management de grande qualité). Aussi longtemps que le momentum est entretenu, le titre peut surperformer.

CA par zone géographique





Activité

SSB est un fournisseur de solutions globales, équipement, services et consommables, destinées aux process de l'industrie biopharmaceutique avec l'offre la plus complète du marché (biopoches contenant des fluides biologiques, stockage des fluides, milieux de cultures cellulaires, réacteurs et fermenteurs, filtration, tours réfrigérées...). Doté de ses propres sites de production et de R&D, il est présent dans le monde entier avec un marché potentiel extrêmement vaste du fait de l'ensemble des thérapies adressées : vaccins, thérapies géniques et cellulaires, cancers, biosimilaires, anticorps et vaccins, traitement contre le cancer, Alzheimer..

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	1 440,6	1 910,1	2 874,2	3 242,6
EBITDA retraité	421,6	604,7	1 036,2	1 108,7
EBITA retraité	356,3	530,1	941,6	1 001,9
EBITA	332,0	471,8	879,4	945,6
Résultat Financier	-14,4	10,8	-82,3	-82,3
RN part du Groupe	234,6	357,9	576,2	638,9

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	1 186,6	2 194,1	2 723,9	3 038,6
dont GW	426,9	875,2	875,2	875,2
BFR	233,5	271,6	408,7	461,1
Fonds Propres totaux	1 177,6	1 482,9	1 998,1	2 542,9
Endettement Financier net	107,7	527,0	634,1	410,2

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	310,1	416,9	717,1	792,0
CAPEX	135,4	150,5	344,9	421,5
CAF / CAPEX	2,3	2,8	2,1	1,9
Variation de BFR	-4,7	38,1	137,1	52,4
Pay-Out	0,1	0,2	0,2	0,2
FCF opérationnel	179,3	228,3	235,1	318,0

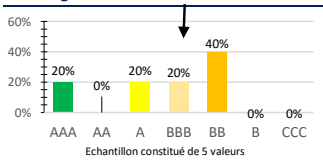
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
DN/FP	9,1%	35,5%	31,7%	16,1%
DN/EBITDA	0,3x	0,9x	0,6x	0,4x
GW/FP	36,2%	59,0%	43,8%	34,4%
M/EBIT	23,0%	24,7%	30,6%	29,2%
Marge nette	16,3%	18,7%	20,0%	19,7%
ROE	20,2%	24,7%	29,2%	25,4%
ROCE	23,4%	19,1%	28,1%	27,0%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA retraité	2,9	4,2	6,3	6,9
Dividende net	0,3	0,7	1,0	1,1
CAF / action	3,4	4,5	7,8	8,6
Actif net par action	12,2	15,2	20,4	26,2

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	124,3 €	241,9 €	479,3 €	479,3 €
PER	48,9x	62,3x	76,7x	69,2x
P / CAF	37,0x	53,5x	61,6x	55,8x
Rdt du FCF opérationnel	1,6%	1,0%	0,5%	0,7%
P / AN	9,7x	15,0x	23,5x	18,3x
VE / CA	8,0x	11,9x	15,6x	13,8x
VE/ EBITDA	27,4x	37,7x	43,2x	40,2x
VE/ EBIT	32,5x	43,1x	47,6x	44,5x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Sartorius

BBB
Score :4,7

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	18,5TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (6,2)	★★★
S	50,0% de femmes au Comex	★★★★★
	Développement du capital humain (7,2)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (62,5%)	★★★★★
	Comportement ethic (6)	★★★

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

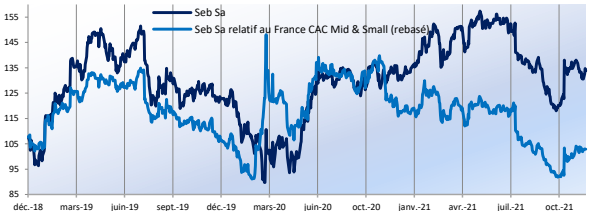
SEB
Secteur : Biens de consommation

Cours au 08/12/2021	**133,8 €**
Objectif	**167,9€ (+25,4%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	SK-PAR / FR0000121709
Capitalisation	7 404 M€
Flottant	52,2%
Extrêmes 12 m (€)	118,0€ / 157,4€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-1,0%	-1,9%	+1,6%
Perf. relative CAC Mid&Small	+3,3%	-0,9%	-14,3%

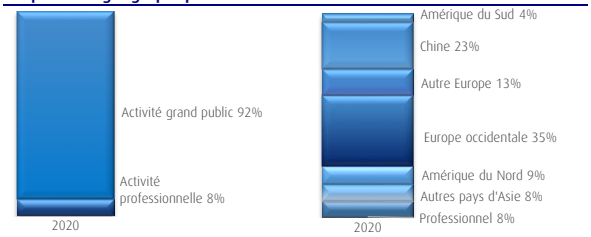


Résultats et enjeux

Les résultats à 9 mois sont solides et en fort rebond. Le CA ressort à 5570M€ (+18.2% dont +18.8%pcc), soutenu par 1/ une activité grand public en fort rebond (+19.8%pcc) avec un bémol en Chine qui ralentit sur un marché en mutation (+9.4%pcc dont +0.6%pcc/T3) mais au potentiel toujours considérable, 2/ une nouvelle progression des ventes en ligne, 3/ un redémarrage de l'activité professionnelle depuis le T2 qui permet d'afficher une croissance de +19.8%pcc à 9 mois.
Le ROPA rebondit fortement à 528M€ (+62.8%) et 9.5% du CA, soutenu par i/ un fort effet volume, ii/ un excellent effet mix prix dans un environnement peu promotionnel et propice à des ventes de qualité, iii/ un bon contrôle des coûts et une bonne saturation de l'outil de production ayant permis de compenser l'augmentation des moyens moteurs, les tensions sur la supply chain et les surcoûts matières, composants et fret.
Au bilan, la DN ressort à 1951M€, en hausse par rapport au 31/12/2020 (+433m€), à mettre au compte d'une politique de reconstitution des stocks en amont du T4 pour sécuriser la chaine d'approvisionnement.
Au vu d'un T4 attendu robuste et dans le prolongement du T3, le groupe révise à la hausse ses attentes de chiffre d'affaires pour 2021, à +14% vs « une hausse supérieure à 10% ». Le Ropa en revanche est inchangé, attendu autour de 10% du CA, en dépit de surcoûts (matières premières, fret et devises) estimés à 300 M€ (vs supérieurs à 250 M€ fin juillet) : i/ impact change pour environ -30M€, ii/impact matières premières et composants pour >-130M€, iii/ Impact fret pour >-110M€, hausses qui ont été et vont continuer à être compensées par des effets prix (+5/+10% sur 50% des produits au S2) et mix très positifs. En d'autres termes, malgré les défis qui se présentent à lui, le groupe va non seulement effacer la baisse de 2020, mais largement dépasser les niveaux atteints en 2019 avec un ROPA que nous attendons à 791M€ et 10%CA (+31% vs 2020 et +7% vs 2019).

Les choix stratégiques sont validés, les marges bien tenues, le bilan solide. 2021 sera une année record en termes de CA et de rentabilité. Notre opinion positive est reconduite sur la base d'une valorisation raisonnable et d'un bilan solide.

CA par zone géographique



Activité

SEB est le leader mondial du petit équipement domestique, commercialisé sous les marques SEB, TEFAL, MOULINEX, KRUPS, ROWENTA, ALL-CLAD, ARNO, CALOR, LAGOSTNA, SUPOR, WMF pour les principales.

Ses concurrents : De Longi (It), Breville Group (Australie), Helen of Troy (USA), Philips (PB), Electrolux (Suède), Whirlpool (USA)

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	7 353,9	6 940,0	7 890,0	8 268,3
EBITDA	900,6	851,0	1 017,2	1 073,5
EBIT	620,5	503,3	689,3	753,3
Résultat Financier	-60,7	-60,8	-55,0	-50,0
RN part du Groupe	379,7	300,5	430,2	480,4

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	4 417,9	4 420,2	4 414,8	4 409,1
dont GW	1 611,3	1 642,4	1 642,4	1 642,4
BFR	820,4	452,9	694,9	728,2
Fonds Propres totaux	2 627,5	2 734,8	3 046,6	3 390,3
Endettement Financier net	1 976,7	1 523,9	1 448,7	1 132,7

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	577,7	546,1	688,1	750,7
CAPEX	-266,3	-274,0	-252,5	-264,6
CAF / CAPEX	-2,2	-2,0	-2,7	-2,8
Variation de BFR	-33,0	367,5	-242,0	-33,3
Pay-Out	18,9%	39,4%	31,8%	31,6%
FCF opérationnel	278,4	639,6	193,7	452,8

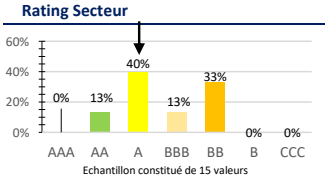
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
DN/FP	75,2%	55,7%	47,6%	33,4%
DN/EBITDA	2,2x	1,8x	1,4x	1,1x
GW/FP	61,3%	60,1%	53,9%	48,4%
M/EBIT	10,1%	8,7%	10,0%	10,1%
Marge nette	5,2%	4,3%	5,5%	5,8%
ROE	14,5%	11,0%	14,1%	14,2%
ROCE	11,8%	10,3%	13,5%	14,7%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	7,55	5,43	7,77	8,68
Dividende net	1,43	2,14	2,47	2,74
CAF / action	11,48	9,87	12,43	13,57
Actif net par action	50,80	47,28	52,58	58,53

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	130,9 €	120,7 €	133,8 €	133,8 €
PER	17,3x	22,2x	17,2x	15,4x
P / CAF	11,4x	12,2x	10,8x	9,9x
Rdt du FCF opérationnel	3,3%	7,8%	2,2%	5,3%
P / AN	2,6x	2,6x	2,5x	2,3x
VE / CA	1,2x	1,2x	1,1x	1,0x
VE/ EBITDA	9,5x	9,6x	8,7x	8,0x
VE/ EBIT	11,6x	13,6x	11,2x	10,2x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating SEB

A
Score :6,9

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	25,1TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (6,2)	★★★
S	47,1% de femmes au Comex	★★★★★
	Développement du capital humain (7,4)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (52,9%)	★★★★★
	Comportement ethic (6,7)	★★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

TELEPERFORMANCE

Secteur : Service aux entreprises

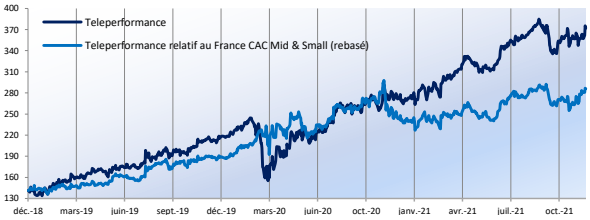
Cours au 08/12/2021 **372,1 €**

Objectif **421,9€ (+13,4%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	TEP-PAR / FR0000121709
Capitalisation	21 856 M€
Flottant	87,8%
Extrêmes 12 m (€)	263,6€ / 384,9€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+6,0%	-2,8%	+33,9%
Perf. relative CAC Mid&Small	+10,3%	-1,7%	+18,0%

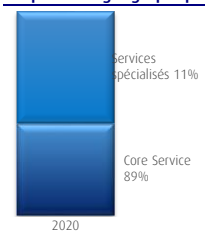


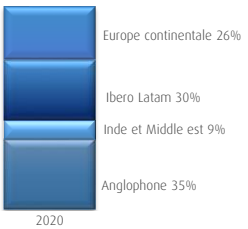
Résultats et enjeux

Les résultats du semestre sont excellents, alimentés par l'accélération continue de la digitalisation du marché dans les secteurs du e-commerce, de la logistique, des réseaux sociaux et des divertissements en ligne, et une importante contribution des contrats d'assistance covid aux gouvernements (UK, France, Allemagne, Pays Bas). Le CA progresse de +29% à 3431M€ (+36.8%pcc dont une croissance hors contrats Covid >20%), le ROC de +89.5% à 479M€, soit une marge opérationnelle de 14% (vs 9.5% en 2020 et 12.8% en 2019), très supérieure aux attentes et au plus haut historique traduisant : i/ un fort levier opérationnel, ii/ la non récurrence des coûts de gestion de crise sanitaire, iii / un bon contrôle des coûts. Le FCF progresse également fortement à 333M€ vs 192M€ au S1 2020 après baisse des Capex (impact du télétravail) attendus à 3% du CA vs 4.5% en 2020.
Après publication d'un T3 moins spectaculaire (effet base moins favorable et moindre contribution des contrats d'assistance covid) mais néanmoins excellent (+22.8% dont +20.8%pcc), le groupe révise pour la 3ème fois consécutive à la hausse ses ambitions pour l'année en cours soit : 1/une croissance organique > +20% (vs +9% en début d'exercice) , 2/ une MOP autour de 15% (vs au moins 14% en début d'exercice) recouvrant : i/une MOP S2 traditionnellement > S1, ii/ un retour à la croissance de TLSContact au S2, iii/ l'intégration relutive de Health Advocate (MOP 36%), plateforme de santé en ligne au service des employeurs et à destination des consommateurs employés.
S'agissant du M&A, de nouvelles opérations de croissance externe sont attendues avec un financement prioritairement par dette sans totalement exclure une AK dans l'hypothèse d'une «fantastique» opportunité. Dans tous les cas, le management s'engage à une opération non dilutive pour l'actionnaire.

Les effets base seront plus difficiles en 2022 (arrêt au moins partiel des contrats gouvernementaux) mais le momentum reste très porteur avec un core business attendu en forte croissance l'année prochaine. Notre opinion reste très positive.

CA par zone géographique





Activité

Teleperformance est le leader mondial des services aux entreprises en solutions digitales intégrées. Le groupe propose une offre de services organisée autour de 3 grands piliers : 1/la gestion de l'expérience client, 2/ les services de back-office, 3/ le conseil en processus métier. Ce sont plus de 380k collaborateurs, 83 pays, 265 langues et plus de 170 marchés adressés dans une démarche d'excellence : Simpler, Faster, Safer avec pour enjeux de répondre aux besoins de flexibilité, d'efficacité et de sécurité de ses clients.

Ses concurrents sont : Concentrix (US), Convergys, Atento, Sykes (US), TTEC(US), Webhelp, Telus International

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	5 355,0	5 732,0	6 894,6	7 270,8
EBITDA	1 131,0	1 128,0	1 447,4	1 558,1
EBITA	757,0	735,0	1 044,0	1 132,6
Résultat Financier	-90,0	-88,0	-82,0	-79,0
RN	400,0	324,0	568,8	634,8
RN pdg ajusté	480,2	452,9	692,6	758,6

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	4 841,0	4 344,0	4 882,7	4 350,0
dont GW	2 340,0	2 106,0	2 106,0	2 106,0
BFR	1 395,0	1 382,0	1 662,3	1 753,0
Fonds Propres totaux	2 569,0	2 409,0	2 836,9	3 271,3
Endettement Financier net	2 665,0	2 274,0	2 306,6	1 822,2
dt dette sur obl.locative (IFR	732,0	674,0	674,0	674,0

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	969,0	975,0	914,0	992,1
CAPEX	-252,0	-258,0	-206,8	-290,8
CAF / CAPEX	3,8	3,8	4,4	3,4
Variation de BFR	172,0	-13,0	-15,6	-16,5
Pay-Out	35,2%	43,5%	35,2%	35,2%
FCF opérationnel	889,0	704,0	691,6	684,8

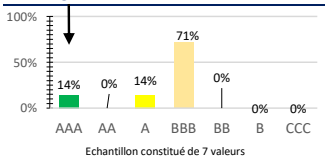
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
DN/FP	103,7%	94,4%	81,3%	55,7%
DN/EBITDA	2,4x	2,0x	1,6x	1,2x
GW/FP	91,1%	87,4%	74,2%	64,4%
M/EBIT	14,1%	12,8%	15,1%	15,6%
Marge nette	9,0%	7,9%	10,0%	10,4%
ROE	18,7%	18,8%	24,4%	23,2%
ROCE	12,1%	12,8%	16,0%	18,6%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	8,16	7,70	11,77	12,90
Dividende net	2,40	2,40	3,41	3,81
CAF / action	16,47	16,57	15,54	16,87
Actif net par action	43,73	41,03	48,31	55,71

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	180,0 €	237,5 €	372,1 €	372,1 €
PER	22,0x	30,8x	31,6x	28,9x
P / CAF	10,9x	14,3x	23,9x	22,1x
Rdt du FCF opérationnel	6,6%	4,3%	2,8%	2,9%
P / AN	4,1x	5,8x	7,7x	6,7x
VE / CA	2,5x	2,9x	3,5x	3,3x
VE/ EBITDA	12,0x	14,6x	16,8x	15,3x
VE/ EBIT	17,9x	22,4x	23,3x	21,1x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Teleperformance

AA
Score :7,6

en baisse vs préc.

	Critères FU	Notes
E	21,4TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (7,3)	★★★½
S	42,9% de femmes au Comex	★★★★½
	Développement du capital humain (5,2)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (85,7%)	★★★★★
	Comportement ethic (6,7)	★★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

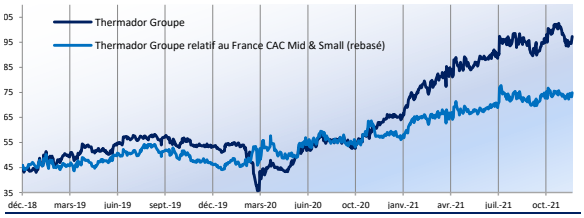
Source : Financière d'Uzès

THERMADOR		Cours au 08/12/2021	97,3 €
Secteur : Biens d'équipement	PEA - PME	Objectif	93,4€ (-4,0%)

Données boursières

MNEMO / ISIN	THEP-PAR / FR0013333432
Capitalisation	895 M€
Flottant	46,2%
Extrêmes 12 m (€)	64,0€ / 102,6€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-4,8%	+3,0%	+49,7%
Perf. relative CAC Mid&Small	-0,5%	+4,0%	+33,7%



Résultats et enjeux

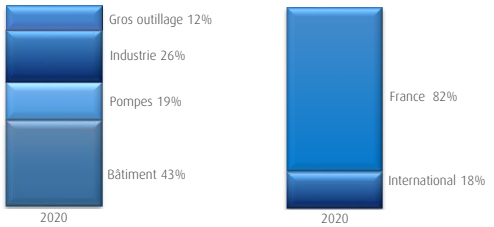
Le S1 est excellent, caractérisé par : i/ la très forte croissance des volumes sur l'ensemble des segments (CA +39.9% dont +35.8%pcc), en particulier sur les 3 filiales fortement contributrices à la rentabilité (Thermador, Sferaco, Jetly), dopées par les importants soutiens gouvernementaux à la rénovation énergétique des bâtiments (Ma PrimeRenov, Dispositifs CEE-RE2020), ii/ la bonne répercussion des hausses de prix aux clients (>5% en moyenne sur l'année). Le ROP affiche des niveaux records à 39.1M€, en hausse de +67.4%, la MOC à 14.9% (+240pb). De même la situation financière reste extrêmement solide, la trésorerie nette largement positive même si elle va en partie diminuer au S2 sous l'effet d'une reconstitution des stocks, jugés anormalement bas en fin de semestre.

Le S2 sera moins fort (CA T3 +5.4%) avec un ralentissement à attendre de l'activité grand public (-10%/T3) et un début de normalisation des filières professionnelles (+10.8%/T3). L'année sera néanmoins en tout point exceptionnelle avec : 1/ un CA que nous attendons à 478 M€ (+20.9%) intégrant un effet prix de +5% en compensation des hausses de coûts matières, 2/un ROC de 66.5M€ (MOC de 13.9% (+90 pb)), intégrant le retour à un niveau normatif des frais de déplacement et de premières synergies issues des projets d'intégration Dipra/Rousseau et Distrilabo, 3/ un dividende en hausse de +5% à +10%.

La direction se veut plus prudente pour 2022 en perspective d'un premier semestre plus « challenging » du fait d'un effet base défavorable mais sans entamer ni l'enthousiasme ni l'optimisme des dirigeants pour l'avenir : i/ dynamisme du marché de la rénovation/maintenance, en particulier sur le segment de la rénovation énergétique des bâtiments, ii/ redémarrage du marché du logement neuf (hausse des permis et des mises en chantiers depuis mi-mai), iii/ amélioration de la situation à l'international avec la reprise des déplacements, iv/poursuite des projets structurants : développement des cellules logistiques de Aello et Axelaire, adaptation des moyens de stockage de FG Inox, fusion Dipra/Rousseau, synergies PB Tub/Thermacome, projet de réduction des GES enfin.

Notre sentiment reste très positif avec toutefois un upside qui à CT nous semble limité, hors opération de M&A.

CA par division et zone géographique



Activité

Thermador Groupe est spécialisé dans la distribution de biens d'équipement à destination des marchés du bâtiment et de l'industrie en particulier. Il s'approvisionne pour l'essentiel en Chine et auprès de fabricants italiens dont il organise la distribution en France. Par famille de produits, le CA s'organise entre les pompes, les accessoires de chauffage, les produits de robinetterie, les équipements pour piscine, les compresseurs d'air et divers composants vendus aux grandes surfaces de bricolage. Ses atouts : sourcing, logistique et SAV, en plus d'une équipe commerciale au plus près des clients.

Ses concurrents : Manutan (Fr), Rexel (Fr), Samse (Fr), Travis Perkins (UK), Lennox Intl (US), Dover Corp (US)

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	368,8	395,5	478,2	492,6
EBITDA	53,3	57,9	73,4	75,8
EBIT	47,8	51,4	66,5	68,7
Résultat Financier	-0,2	-0,4	0,0	0,0
RN part du Groupe	32,4	36,2	48,3	50,8

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	123,3	134,4	141,7	146,0
dont GW	53,3	56,3	56,3	56,3
BFR	116,2	117,5	142,0	146,3
Fonds Propres totaux	219,7	241,6	273,1	306,3
Endettement Financier net	12,2	1,9	2,4	-22,4

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	38,0	42,8	53,9	56,6
CAPEX	8,6	10,6	13,0	10,0
CAF / CAPEX	4,4	4,0	4,1	5,7
Variation de BFR	-5,2	1,2	24,6	4,3
Pay-Out	51%	46%	36%	36%
FCF opérationnel	34,7	31,0	16,3	42,3

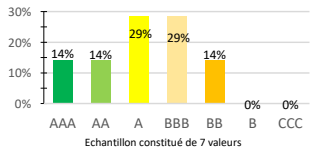
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
DN/FP	6%	1%	1%	-7%
DN/EBITDA	0,3x	0,0x	0,0x	-0,3x
GW/FP	24,3%	23,3%	20,6%	18,4%
M/EBIT	13,0%	13,0%	13,9%	13,9%
Marge nette	8,8%	9,1%	10,1%	10,3%
ROE	14,7%	15,0%	17,7%	16,6%
ROCE	20,0%	20,4%	23,4%	23,5%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA retraité	3,55	3,93	5,28	5,52
Dividende net	1,80	1,82	1,91	1,97
CAF / action	4,18	4,65	5,85	6,15
Actif net par action	24,11	26,26	29,68	33,29

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier*	53,1 €	53,5 €	97,3 €	97,3 €
PER	14,9x	13,6x	18,4x	17,6x
P / CAF	12,7x	11,5x	16,6x	15,8x
Rdt du FCF opérationnel	7,0%	6,3%	1,8%	4,9%
P / AN	2,2x	2,0x	3,3x	2,9x
VE / CA	1,3x	1,2x	1,9x	1,8x
VE/ EBITDA	9,3x	8,5x	12,2x	11,5x
VE/ EBIT	10,4x	9,6x	13,5x	12,7x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Thermador : société non notée par MSCI

La société est un contributeur aux objectifs de Développement Durable de l'ONU	-
La société a engagé une politique RSE	Oui
La société s'est engagée a réduire les émissions de GES	Oui

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

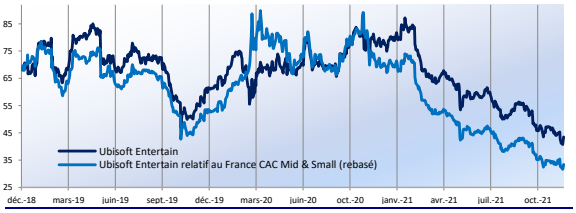
UBISOFT
Secteur : Jeux Vidéo

Cours au 08/12/2021	**43,5 €**
Objectif	**60,9€ (+39,9%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	UBI-PAR / FR0000054470
Capitalisation	5 444 M€
Flottant	79,7%
Extrêmes 12 m (€)	40,8€ / 87,2€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-8,0%	-22,8%	-44,9%
Perf. relative CAC Mid&Small	-3,7%	-21,8%	-60,9%



Résultats et enjeux

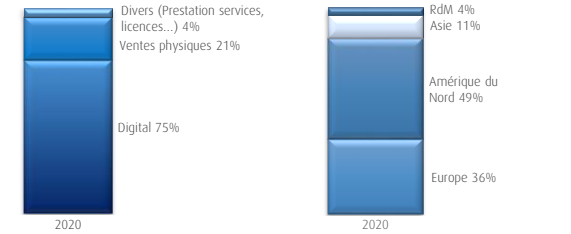
Après un 1T21 (avril-juin) en fort retrait comme attendu (-21% compte tenu d'un effet de base défavorable lié au confinement total et partiel des pays à cette même période 2020), le 2T affiche un rebond surprenant de +13,8% (soit > +15,3% vs guidance du groupe). Une performance liée à l'ensemble du catalogue d'Ubisoft et en particulier : 1/ le back catalogue (+23% vs l'avant crise) grâce notamment à The Crew 2 (CA à +53% vs 2 ans auparavant), 2/ PRI, indicateur qui permet de traduire la capacité d'Ubisoft à retenir les joueurs dans son univers (ventes d'items, DLC, abonnements, pub), à +16%, 3/ Assasin's Creed Valhalla qui, après un lancement à grand succès, continue moins de 12 mois après sa sortie à enregistrer des records grâce à des mises à jour et de nouveaux contenus, 4/ le lancement de Cry 6 qui, contre toute attente, semble être considéré comme le meilleur de la franchise par les joueurs et enregistre des performances équivalentes à celles de Assasin's Creed Odyssey (lancé il y a 3 ans sur la même période).

Au total, sur le 1S, la performance est soutenue : 1/ CA à +8,6% vs la période d'avant Covid (pour effacer la période exceptionnelle d'activité sur 2020), 2/ ROC de 44M€ vs 6,9M€ il y a 2ans, 3/ FCF, seule déception de cette publication, très négatif à -289M€ (vs -20M€ avant Covid) liée pour partie à une hausse du BFR et des Capex pour préparer la croissance future. La DN passe ainsi de 218M€ à 261M€.

Dans ce contexte, et contrairement à nos anticipations initiales plus pessimistes, la direction maintient son objectif de ROC entre 420/500M€ soit 460M€ en moyenne vs 417M€ l'année dernière. Selon elle, les reports de lancements annoncés cette année de plusieurs jeux (dont Prince of Persia, Rocksmith et The division Heartland) seront sans impact sur le ROC (car dans le même temps les coûts de lancement seront décalés) mais seulement sur le CA, dorénavant attendu stable ou en légère baisse (vs croissance à 1 chiffre init.).

Le ton de la direction se veut ainsi résolument optimiste en raison du calendrier de sortie des nouveaux jeux premium, riche cette année (Riders Republic, Tom Clancy's Rainbow Six Extraction, Just dance) mais plus encore en 2022 (Prince of Persia : Les Sables du Temps, Rocksmith, Roller-champions, Heartland) et 2023 (Avatar, Mario&Rabbids, Skull & Bones).

CA par activité et par zone géographique



Activité

Ubisoft est un groupe français de développement, d'édition et de distribution de jeux vidéo créé par les 5 frères Guillemot. Il est aujourd'hui le 1er éditeur français et 3ème éditeur mondial indépendant de jeux vidéo, présent sur toutes les plateformes (consoles, PC, jeux sur mobiles) avec 10 franchises propriétaires à succès dont Assassin's Creed, Far Cry, Just Dance, Watch Dogs, la série Tom Clancy... Il dispose d'un positionnement très fort sur les jeux « open world » (Assassin's Creed, Far Cry...) dont la part croît rapidement dans l'industrie.

A MT, il devrait bénéficier d'un marché du jeu vidéo en forte croissance tiré par : le e-sport, les plateformes de streaming (Google Stadia, Shadow, PS Now, GeForce Now, Amazon Luna), les jeux sur Mobile et le marché chinois.

Compte de Résultat (M€)	2018-19	2019-20	2020-21e	2021-22e
Chiffre d'Affaires	1 534,0	2 241,0	2 353,1	2 610,6
EBITDA	660,7	1 058,5	1 118,7	1 256,5
EBITA non-IFRS	34,3	473,3	447,4	505,4
Résultat Financier	-19,1	-51,6	-17,0	-20,4
RN	-124,3	105,2	208,2	235,3
RN part du groupe	-124,3	105,2	208,2	235,3

Bilan (M€)	2018-19	2019-20	2020-21e	2021-22e
Total actif immobilisé	2 037,2	2 345,0	2 648,5	2 988,1
dont GW	334,6	220,7	220,7	220,7
BFR	63,7	70,6	-73,5	16,0
Fonds Propres totaux	1 321,7	1 665,0	1 873,2	2 108,6
Endettement Financier net	343,9	227,3	330,1	340,7

Financement (M€)	2018-19	2019-20	2020-21e	2021-22e
CAF	647,1	926,6	971,3	1 090,0
CAPEX	-756,1	-850,0	-975,6	-1 091,5
CAF / CAPEX	-0,9	-1,1	-1,0	-1,0
Variation de BFR	63,7	70,6	-73,5	16,0
Pay-Out	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Opérationnel	-45,3	147,2	-77,8	14,4

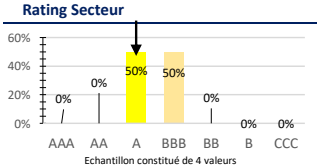
Ratios de structure	2018-19	2019-20	2020-21e	2021-22e
Gearing	26,0%	13,7%	17,6%	16,2%
DN/EBITDA	0,5x	0,2x	0,3x	0,3x
GW/FP	25,3%	13,3%	11,8%	10,5%
Marge d'EBITA	2%	21%	19,0%	19,4%
Marge nette	-8%	5%	8,9%	9,0%
ROE	-9%	6%	11,1%	11,2%
ROCE	2%	20%	17,4%	16,8%

Données par action (€)	2018-19	2019-20	2020-21e	2021-22e
BPA	-1,11	0,83	1,6	1,9
Dividende net	0,00	0,00	0,0	0,0
CAF / action	5,77	7,34	7,7	8,6
Actif net par action	12,33	13,52	15,2	17,1

Ratios boursiers	2018-19	2019-20	2020-21e	2021-22e
Cours moyen ou dernier	67,7 €	73,6 €	43,5 €	43,5 €
PER	-61,1x	88,3x	26,4x	23,3x
P / CAF	11,7x	10,0x	5,7x	5,0x
Rdt du FCF opérationnel	-0,6%	1,6%	-1,4%	0,3%
P / AN	5,5x	5,4x	2,9x	2,5x
VE / CA	4,8x	4,2x	2,6x	2,4x
VE/ EBITDA	11,5x	8,8x	5,1x	4,5x
VE/ EBITA	184,2x	23,3x	12,7x	11,3x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Ubisoft

A
Score :6,3
en hausse vs préc.

	Critères FU	Notes
E	15,5TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (6)	★★★
S	33,3% de femmes au Comex	★★★½
	Développement du capital humain (5,5)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (58,3%)	★★★★★
	Comportement ethic (5)	★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

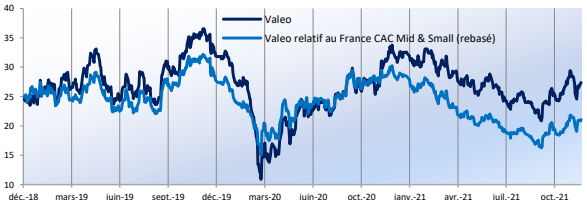
VALEO
Secteur : Equipementiers Automobiles

Cours au 08/12/2021	**27,4 €**
Objectif	**33,7€ (+23,0%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	FR-PAR / FR0013176526
Capitalisation	6 642 M€
Flottant	82,4%
Extrêmes 12 m (€)	20,9€ / 33,1€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+1,8%	+23,3%	-13,3%
Perf. relative CAC Mid&Small	+6,1%	+24,4%	-29,3%

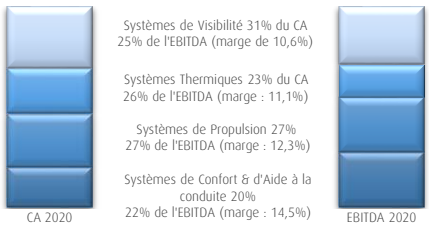


Résultats et enjeux

Alors que le marché automobile sur le 1S21 s'est révélé moins favorable qu'anticipé en début d'année, Valeo a créé la surprise en publiant des chiffres solides (notamment sur le 2T) malgré la pénurie de semi-conducteurs : 1/ CA 1S21 de 8,99Md€ (+31%pcc soit +2pts de surperf), soit un niveau d'activité seulement 5%< au 1S19, porté par les technologies à forte croissance (caméras frontales et 48V). 2/ Marge d'EBITDA de 13,4% (+0,9pts vs 1S19), soutenue par les mesures mises en place pour garantir l'efficience industrielle qui ont permis de compenser la baisse des volumes et la hausse des coûts fixes (essentiellement des amortissements). 3/ FCF de 145M€ (-39% vs 1S19).

Le 3T21 a mieux résisté également (vs ses homologues français) à 3,96Md€ (-10%pcc) en raison de la très bonne performance de l'après-vente (+18%, 12% du CA) alors que l'OEM (80% du CA) s'est révélé décevante à -16% (soit seulement +200pb de surperformance vs +780pb pour Faurecia et +510pb pour POM). A l'occasion de cette publication, et suite à l'abaissement de -6% des prévisions de production automobile d'IHS, le groupe a ajusté une partie de ses guidances 2021 : 1/ CA révisée en baisse entre 16,9/17,9Md€ (vs 17,6/18,2Md€ préc.), 2/ marge d'EBITDA resserrée en haut de la fourchette entre 13% et 13,4% (vs entre 12,8% et 13,4% préc.) grâce à une rentabilité plus forte de l'après-vente vs OEM, aux très bons indicateurs clés de performance des usines et à des coûts d'innovation désormais moindres qu'auparavant, 3/ FCF entre 330/550M€ (vs 550M€ préc.), 4/ s'agissant de la JV Valeo Siemens eAutomotive, elle est une fois de plus la principale déception de la publication du 3T avec une révision en baisse des guidances : perte de la JV, en ligne avec celle de 2020 (vs « réduction » initialement), pour un CA réduit aussi à 750M€. En conséquence, l'objectif de « breakeven » initialement prévu pour 2022 n'est plus d'actualité. Si ces ajustements s'expliquent par la pénurie de semi-conducteurs, ils ont néanmoins ravivé les interrogations i/sur le potentiel de croissance de la JV qui pourrait de surcroît être freinée par la volonté des constructeurs d'internaliser le développement et la production de leurs moteurs électriques, ii/sur la capacité de la JV à être rapidement rentable. Nous restons de ce fait plus prudent sur le dossier.

CA et EBITDA par activité



Activité

Valeo est un équipementier automobile mondial, partenaire de tous les constructeurs dans le monde. Pour répondre aux révolutions majeures de l'industrie automobile, (électrification des motorisations, assistance à la conduite et voiture autonome, mobilité digitale), Valeo propose, à travers ses 4 Pôles et son activité 2ème monte, des systèmes et équipements innovants permettant la réduction des émissions de CO2 (moteurs électriques 12-48 volts mais aussi 48V Haute Tension à travers sa JV avec Siemens "Valeo Siemens eAutomotive") et le développement de la conduite intuitive.
Ses concurrents sont notamment Delphi, Bosch.

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	19 477,0	16 436,0	17 226,6	19 036,2
EBITDA	2 496,0	1 505,0	2 288,9	2 643,6
EBITA	797,0	-650,0	374,4	715,1
Résultat Financier	-75,0	-81,0	-109,4	-100,7
RN	394,0	-1 070,0	180,2	417,8
RN part du groupe	313,0	-1 089,0	160,2	395,8

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	11 915,0	10 980,0	10 618,4	10 393,0
dont GW	2 571,0	2 512,0	2 512,0	2 512,0
BFR	-1 168,0	-1 523,0	-1 358,1	-1 291,4
Fonds Propres totaux	5 464,0	3 982,0	4 090,1	4 207,6
Endettement Financier net	2 817,0	2 944,0	2 728,6	2 528,7

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	2 067,9	1 356,9	2 047,5	2 351,3
CAPEX	-1 766,0	-1 329,0	-1 429,8	-1 580,0
CAF / CAPEX	-1,2	-1,0	-1,4	-1,5
Variation de BFR	301,0	266,0	-164,9	-66,7
Pay-Out	15%	-7%	187%	91%
FCF Opérationnel	602,9	293,9	452,9	704,5

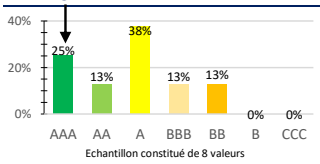
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
Gearing	52%	74%	67%	60%
DN/EBITDA	1,1x	2,0x	1,2x	1,0x
GW/FP	0,5	0,6	0,6	0,6
Marge d'EBITA	4,1%	-4,0%	2,2%	3,8%
Marge nette	2,0%	-6,5%	1,0%	2,2%
ROE	7,2%	-26,9%	4,4%	9,9%
ROCE	9,4%	-8,3%	4,8%	8,8%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	1,5	-3,3	0,6	1,7
Dividende net	0,2	0,3	1,3	1,5
CAF / action	8,7	5,7	8,6	9,9
Actif net par action	19,3	13,4	13,8	14,2

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	28,7 €	24,9 €	27,4 €	27,4 €
PER	18,9x	-7,5x	48,2x	16,1x
P / CAF	3,3x	4,4x	3,2x	2,8x
Rdt du FCF opérationnel	4,0%	2,8%	3,7%	6,1%
P / AN	1,5x	1,9x	2,0x	1,9x
VE / CA	0,7x	0,6x	0,7x	0,6x
VE/ EBITDA	5,2x	7,0x	5,4x	4,4x
VE/ EBITA	16,1x	-16,2x	32,9x	16,3x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Valeo

AAA
Score :9,2

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	47,7TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (10)	★★★★★
S	46,2% de femmes au Comex	★★★★½
	Développement du capital humain (8,4)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (92,3%)	★★★★★
	Comportement ethic (5,9)	★★★

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

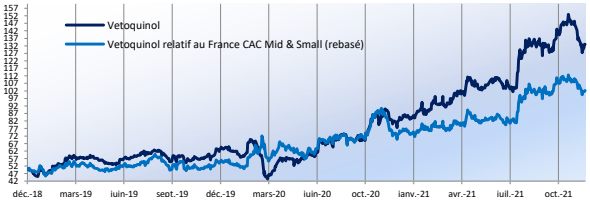
Source : FU

VETOQUINOL		Cours au 08/12/2021	**133,0 €**
Secteur : Santé	PEA - PME	Objectif	**122,8€ (-7,6%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	VETO-PAR / FR0004186856
Capitalisation	1 580 M€
Flottant	32,6%
Extrêmes 12 m (€)	82,8€ / 153,0€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-10,4%	-1,5%	+57,2%
Perf. relative CAC Mid&Small	-6,1%	-0,4%	+41,2%



Résultats et enjeux

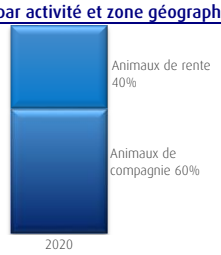
Les résultats du S1 sont excellents, soutenus par un marché mondial de la santé animale dynamique (autour de +5%) et la très forte progression des ventes de « produits Essentiels » à plus forte valeur ajoutée (+44%/S1, +38%/9 mois). Dans le détail, le CA progresse de +33,5% et +17,4%pcc à 255,3M€ avec une hausse des 2 divisions : i/Animaux de compagnie (+45,6% y compris les produits vermifuges pour chiens et chats Drontal® et Profender® rachetés à Elanco en août 2020), 2/ Animaux de production (+8,8%). La MOP avant dépréciation du GW est très supérieure aux attentes à 56,9M€ (x2) et 22,3% du CA (vs 14,3%), au plus haut historique, soutenue par un mix produit favorable, une bonne saturation de l'outil de production et des dépenses contenues, en particulier sur les postes déplacements, séminaires et congrès, toujours au point mort. La génération de cash-flow est excellente, le bilan solide et totalement désendetté, permettant au groupe de disposer d'une bonne marge de manœuvre financière et d'une capacité de prédation >200M€.

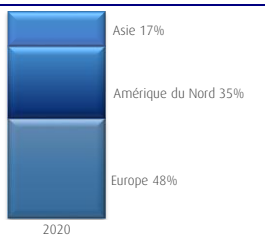
L'activité est également restée forte au T3, en hausse de +15,7% dont +10%pcc, augurant d'un très bel exercice 2021 que la guidance traduit par « une croissance à 2 chiffres de l'activité et du ROC ». Sur la base d'un T4 en hausse de +10%, le ROC avant amortissement des intangibles devrait pouvoir progresser de +58% à 103M€, soit une marge opérationnelle de près de 20% (+460pb), au plus haut historique.

Pour 2022, le retour à des niveaux d'Opex normatifs suggère plutôt un tassement des marges, mais à un niveau bien supérieur à la cible des 14% du Plan stratégique « In Motion 2017/2021 », entretenant l'espoir d'un relèvement des guidances dans le prochain plan (cf Virbac).

La hausse des multiples ne fait plus de Vétoquinol une valeur bon marché (sauf souligner une décote de près de 30% vs ses comparables). En revanche, le momentum devrait rester positif surtout s'il doit s'accompagner d'une prochaine feuille de route ambitieuse.

CA par activité et zone géographique





Activité

Vétoquinol est un laboratoire pharmaceutique vétérinaire indépendant à destination des animaux de compagnie et des animaux de rente, aujourd'hui au 9ème rang mondial de sa spécialité, présent dans plus de 80 pays. Acteur multi-spécialiste, il propose une offre cohérente, ciblée sur un portefeuille de produits Essentiels (>50%CA) et quelques domaines thérapeutiques dont les antiparasitaires, secteur qu'il a renforcé avec 2 acquisitions importantes : 1/Clarion Biosciencias au Brésil en avril 2019, 2/en 2020 et 2021, acquisition des droits sur les produits vermifuges pour chiens et chats Profender et Drontal d'Elanco Animal Health pour l'Europe, le R-U puis l'Australie et le Canada. Ses concurrents : Virbac (Fr), Dechra Pharma (UK), Zoetis (US), Eco Animal

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	395,9	427,5	516,9	550,4
EBITDA	66,2	83,5	124,5	126,9
EBIT	48,1	65,3	103,0	104,2
Résultat Financier	-0,2	-1,5	0,0	0,0
RN part du Groupe	27,4	19,2	61,6	62,3

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	254,1	338,9	335,9	332,5
dont GW	129,4	79,9	79,9	79,9
BFR	88,3	61,8	85,0	90,5
Fonds Propres totaux	386,0	371,8	427,4	480,1
Endettement Financier net	-72,4	-4,6	-32,5	-83,0

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	44,6	36,0	81,6	83,7
CAPEX	14,3	10,2	17,0	18,0
CAF / CAPEX	3,1	3,5	4,8	4,7
Variation de BFR	6,3	-26,5	23,2	5,5
Pay-Out	16%	31%	16%	16%
FCF opérationnel	24,0	52,4	41,4	60,2

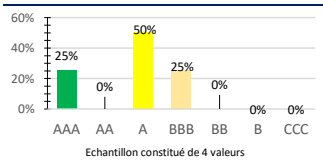
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
DN/FP	-19%	-1%	-8%	-17%
DN/EBITDA	-1,1x	-0,1x	-0,3x	-0,7x
GW/FP	33,5%	21,5%	18,7%	16,6%
M/EBIT	12,1%	15,3%	19,9%	18,9%
Marge nette	6,9%	4,5%	11,9%	11,3%
ROE	7,1%	5,2%	14,4%	13,0%
ROCE	14,0%	16,3%	24,5%	24,6%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA retraité	2,31	1,62	5,18	5,25
Dividende net	0,38	0,50	0,82	0,83
CAF / action	3,75	3,03	6,87	7,04
Actif net par action	32,48	31,29	35,97	40,40

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	56,9 €	67,3 €	133,0 €	133,0 €
PER	24,7x	41,6x	25,7x	25,3x
P / CAF	15,2x	22,2x	19,4x	18,9x
Rdt du FCF opérationnel	4,0%	6,6%	2,7%	4,0%
P / AN	1,8x	2,2x	3,7x	3,3x
VE / CA	1,5x	1,9x	3,0x	2,7x
VE/ EBITDA	9,1x	9,5x	12,4x	11,8x
VE/ EBIT	12,6x	12,2x	15,0x	14,4x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Vétoquinol : société non notée par MSCI

La société est un contributeur aux objectifs de Développement Durable de l'ONU	Oui
La société a engagé une politique RSE	Oui
La société s'est engagée a réduire les émissions de GES	Oui
Notation RSE 2020 dans l'indice GAIA : 76/100	

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

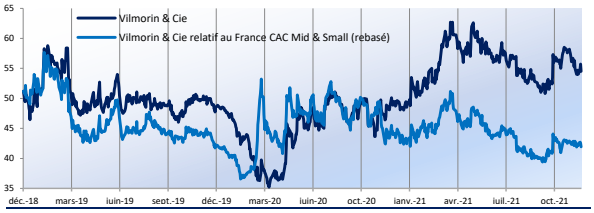
VILMORIN
Secteur : Alimentation, boissons

Cours au 08/12/2021	**54,5 €**
Objectif	**69,5€ (+27,6%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	RIN-PAR / FR0000052516
Capitalisation	1 249 M€
Flottant	24,1%
Extrêmes 12 m (€)	48,1€ / 62,7€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-6,4%	+3,2%	+11,9%
Perf. relative CAC Mid&Small	-2,1%	+4,3%	-4,1%

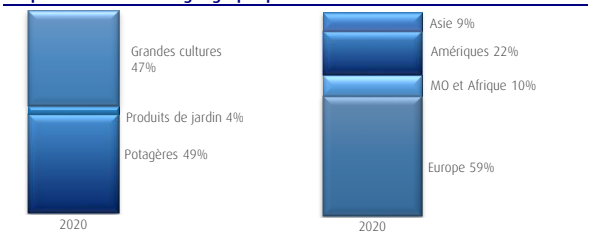


Résultats et enjeux

Les résultats annuels sont excellents, en amélioration dans les 2 divisions du groupe : i/ effet volume et mix CA positif, ii/baisse des opex dans le contexte de la crise sanitaire. Le CA s'établit à 1476M€ (+2.9%, +8%pcc, dont +4,1% pcc/Potagères, dont +11,5%pcc/Grandes Cultures), le ROC à 131,4 M€ (+17,4%), la MOC à 8,9% (+110 pb) dont une MOC à 15.8% en Potagères (+120pb) et une MOC à 4.1% en Grandes Cultures (+120pb). Les Mises en équivalence sont également supérieures aux attentes à 26,3M€ (vs 23M€ attendu) traduisant : 1/les bonnes performances de Seed Co en Afrique, 2/ une hausse de la contribution d'AgReliant qui bénéficie de l'amélioration de ses performances commerciales et de l'intégration progressive des traits OGM Syngenta.
Pour 2021/22, le groupe s'engage prudemment sur une croissance d'au moins +4%pcc du CA dont au moins +3% pour les Potagères et +6% pour les Grandes Cultures, très largement confortée par un excellent début d'année (CA T1 +10.3% dont +9.7%pcc). En termes de marges, le groupe vise une MOC d'au moins 8,5%, niveau conservateur au regard de la croissance et du mix. Nos estimations sont donc un peu plus ambitieuses avec une croissance de près de +5% du CA à 1549M€ et un MOC stable à 8.9%, soit 136.5M€. Après prise en compte des SME à hauteur de 30 M€, le RNpg reviendrait à 111M€ (+19%).
Plus généralement, la tonalité du discours se veut résolument positive pour le court et le moyen terme : i/ dynamique positive en Potagères, au premier rang mondial et en mesure de renouer à terme avec ses niveaux de marges historiques de 16/17%, ii/ environnement prix des matières agricoles favorable devant alimenter un meilleur pricing power, iii/ bonnes perspectives en Amérique Latine, iv/ levier attendu sur le partenariat mis en œuvre avec Syngenta en 2015.

Le titre reste toujours pénalisé par une « trop » faible génération de CF. Il présente en revanche l'avantage d'un statut de valeur Value/Defensive, faiblement valorisée au regard des références historiques (décote de 18%), des comparables (décote de 30%) et du potentiel d'amélioration des marges à terme.

CA par activité et zone géographique



Activité

Vilmorin est le 4ème semencier mondial derrière Bayer/Monsanto, leader incontesté de la profession,Corteva Agrisciences et Syngenta/ChemChina. Son activité se répartit en deux principales divisions : i- les semences de grandes cultures avec 4 espèces stratégiques en maïs, blé, colza et tournesol et une stratégie globale avec une présence mondiale en Maïs et Blé, ii- les semences potagères à destination des professionnels de l'agroalimentaire où l'objectif est de consolider son leadership mondial. Le groupe qui est encore largement présent en Europe, travaille à développer ses parts de marché aux USA, en Asie/Océanie et Afrique/MO.
ses concurrents : BASF (All), Bayer (All), KWS (All) Corteva Agriscience (USA),

Compte de Résultat (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	1 435,3	1 491,4	1 564,4	1 633,1
EBITDA	348,0	367,0	382,9	407,7
EBIT	109,9	142,2	137,1	151,2
Résultat Financier	-53,3	-46,9	-39,0	-37,0
RN part du Groupe	66,3	108,1	111,8	124,0

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	1 909,1	1 939,8	1 935,1	1 919,5
dont GW	434,9	429,5	429,5	429,5
BFR	487,0	464,9	487,1	508,0
Fonds Propres totaux	1 229,8	1 329,0	1 379,1	1 439,3
Endettement Financier net	1 004,1	934,3	896,6	836,8

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	282,3	322,3	337,6	360,5
CAPEX	242,0	241,0	241,0	241,0
CAF / CAPEX	1,2	1,3	1,4	1,5
Variation de BFR	-63,6	-22,1	22,2	20,9
Pay-Out	35%	34%	35%	33%
FCF opérationnel	103,9	103,4	74,3	98,6

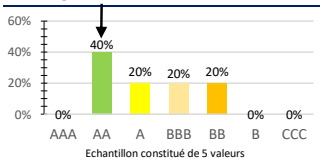
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	81,6%	70,3%	65,0%	58,1%
DN/EBITDA	2,9x	2,5x	2,3x	2,1x
GW/FP	35,4%	32,3%	31,1%	29,8%
M/EBIT	8%	10%	8,8%	9,3%
Marge nette	5%	7%	7,1%	7,6%
ROE	10%	8%	6,3%	5,1%
ROCE	10%	8%	4,8%	4,6%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	2,89	4,72	4,9	5,4
Dividende net	1,00	1,60	1,7	1,8
CAF / action	12,32	14,07	14,7	15,7
Actif net par action	53,01	55,91	58,1	60,7

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	45,8 €	52,2 €	54,5 €	54,5 €
PER	15,8x	11,1x	11,2x	10,1x
P / CAF	3,7x	3,7x	3,7x	3,5x
Rdt du FCF opérationnel	5,1%	4,9%	3,5%	4,7%
P / AN	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x
VE / CA	1,2x	1,2x	1,2x	1,1x
VE/ EBITDA	5,4x	5,5x	5,4x	5,0x
VE/ EBIT	14,1x	12,9x	14,2x	12,8x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Vilmorin

AA
Score :7,7

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	36,1TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (4,8)	★★½
S	42,9% de femmes au Comex	★★★★½
	Développement du capital humain (7,4)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (71,4%)	★★★★★
	Comportement ethic (5,7)	★★★

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

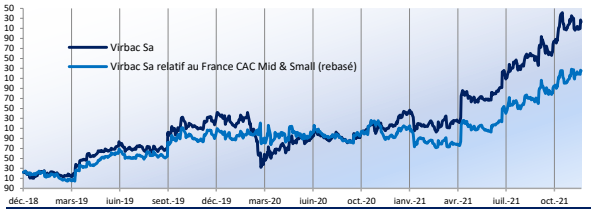
Source : Financière d'Uzès

VIRBAC		Cours au 08/12/2021	422,5 €
Secteur : Santé	PEA - PME	Objectif	397,3€ (-6,0%)

Données boursières

MNEMO / ISIN	VIRP-PAR / FR0000031577
Capitalisation	3 574 M€
Flottant	49,5%
Extrêmes 12 m (€)	202,5€ / 441,5€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+3,3%	+22,3%	+94,3%
Perf. relative CAC Mid&Small	+7,6%	+23,3%	+78,3%

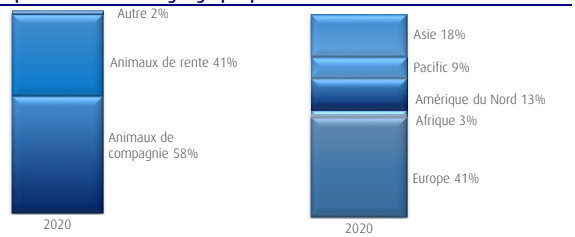


Résultats et enjeux

On attendait un S1 difficile et des marges sous pression, en lien avec la déconsolidation de Sentinel en année pleine et la fin de l'effet d'aubaine de la crise sanitaire sur les frais marketing et de déplacement. La réalité est très différente, largement conduite par le fort volume d'activité et un marché dynamique, toutes zones confondues. Le CA S1 s'établit à 529M€ (+10.7% publié, +21.3%pcc), le ROC à 105 M€ (+23%) soit une MOP très supérieure aux attentes à 19,9% (+200pb) et 18,7% (+80 pb) hors éléments non récurrents, malgré la déconsolidation de Sentinel (cession en juillet 2020).
L'activité est également restée très soutenue au T3 à 288,2M€ (+22,4% et +21% pcc), autorisant Virbac à relever ses guidances pour la 4ème fois consécutive en 2021 (mars/juillet/septembre/octobre) soit : i/ une croissance désormais comprise entre +16% et +18% à périmètre et change comparable (ie. +13% à +15% à taux constant et périmètre réel, après cession de Sentinel), vs +3% à +5% en début d'exercice, ii/ une MOC autour de 16% (vs un objectif à 10%/12% en début d'exercice) après 13.8% publié en 2020, iii/ un désendettement de 60M€ à tcc.
En parallèle, le groupe donne de la visibilité et trace les grandes lignes d'un Plan stratégique à horizon 2030 avec un discours positif et constructif : 1/ le marché de la santé animale est tonique (+13%e sur le S1) et va le rester, 2/ le Chili bénéficiera d'un effet de base plus favorable quand l'Inde devrait décélérer, 2/ Le pipeline est dense et va accélérer en 2022 (76M€ de CA à maturité) et 2023 (77M€ de CA à maturité) ce qui nourrira la croissance, 3/ le groupe est actif dans la recherche de cibles (cf deal Itrafungol et Clomicalm avec Elanco, rachat des minoritaires dans Centrovet) sans exclure des JV ou accords de License ; la situation de trésorerie le permet, 4/ l'objectif d'une MOP à 20% entre 2025 et 2030 est avancé (vs 16% attendu en 2021), dont l'horizon dépendra du rythme de croissance et des acquisitions.

Les chiffres d'activité sont bons, les conditions de marché bien orientées. Le titre nous semble maintenant à son prix avec des multiples désormais élevés et une valorisation en ligne avec la médiane de ses comparables internationaux.

CA par activité et zone géographique



Activité

Virbac est un laboratoire indépendant exclusivement dédié à la santé animale, aujourd'hui au 7ème rang mondial de sa spécialité. Son CA se répartit entre i- les médicaments pour animaux de compagnie (chiens, chats, chevaux) dont des antiparasitaires, vaccins, antibiotiques, anesthésiques, anti-inflammatoires, soins bucco-dentaires, produits ophtalmologiques et dermatologiques, ii les médicaments pour animaux d'élevage (bovins, ovins, porcins, volailles) dont des antiparasitaires et antibiotiques.
Ses concurrents : Vetoquinol (Fr), Dechra Pharma (UK), Zoetis (US), Eco Animal Health(UK), Heska Corp (US), Idess Labs (US), Elanco Animals (US), Phibro Animal Health (US),Kindred Biosciences (US), Jaguar Health (US)

Compte de Résultat (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Chiffre d'Affaires	938,3	934,2	1 052,8	1 124,7
EBITDA	156,3	169,2	211,8	228,8
EBITA	118,2	129,0	169,8	181,8
EBIT	97,9	185,8	165,4	177,3
RN part du Groupe	51,5	137,3	112,9	123,1

Bilan (M€)	2019	2020	2021e	2022e
Total actif immobilisé	872,4	535,3	611,1	626,1
dont GW	133,5	142,2	142,2	142,2
BFR	113,9	120,4	135,7	145,0
Fonds Propres totaux	551,9	622,9	729,5	845,9
Endettement Financier net	368,4	-63,4	-72,3	-158,0

Financement (M€)	2019	2020	2021e	2022e
CAF	106,4	115,9	148,4	163,6
CAPEX	23,0	31,0	60,0	62,0
CAF / CAPEX	4,6	3,7	2,5	2,6
Variation de BFR	-21,0	6,5	15,3	9,3
Pay-Out	0,0%	4,6%	5,9%	10,0%
FCF opérationnel	104,4	78,4	73,1	92,3

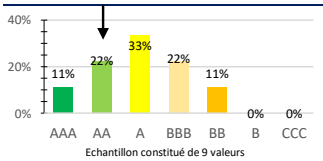
Ratios de structure	2019	2020	2021e	2022e
DN/FP	67%	-10%	-10%	-19%
DN/EBITDA	2,4x	-0,4x	-0,3x	-0,7x
GW/FP	24,2%	22,8%	19,5%	16,8%
M/EBIT	12,6%	13,8%	16,1%	16,2%
Marge nette	5,5%	14,7%	10,7%	10,9%
ROE	9,9%	22,0%	15,5%	14,6%
ROCE	10,9%	18,4%	22,1%	23,0%

Données par action (€)	2019	2020	2021e	2022e
BPA	6,09	9,26	13,35	14,56
Dividende net	0,00	0,75	0,79	1,46
CAF / action	12,57	13,70	17,54	19,34
Actif net par action	61,22	72,90	85,46	98,56

Ratios boursiers	2019	2020	2021e	2022e
Cours moyen ou dernier	169,7 €	198,7 €	422,5 €	422,5 €
PE	27,9x	21,5x	31,6x	29,0x
P / CAF	13,5x	14,5x	24,1x	21,8x
Rdt du FCF opérationnel	5,8%	4,8%	2,1%	2,7%
P / AN	2,8x	2,7x	4,9x	4,3x
VE / CA	1,9x	1,7x	3,3x	3,0x
VE/ EBITDA	11,5x	9,6x	16,5x	14,9x
VE/ EBIT	15,3x	12,5x	20,6x	18,8x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Virbac

AA
Score :8,5

Stable vs préc.

Critères FU		Notes
E	18,4TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (n.d)	n.d
S	42,9% de femmes au Comex	★★★★½
	Développement du capital humain (2,4)	★★½
G	Indépendance du CdAdm (57,1%)	★★★★★
	Comportement ethic (5,2)	★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

Détection des conflits d'intérêts

Société	Opérations financières	Intérêt personnel de l'analyste	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité et/ou d'animation
AEROPORTS DE PARIS	non	non	non	non / non
AUBAY	non	non	non	non / non
BENETEAU	non	non	non	non / non
BIOMERIEUX	non	non	non	non / non
BOIRON	non	non	non	non / non
BUREAU VERITAS	non	non	non	non / non
BURELLE	non	non	non	non / non
ECONOCOM	non	non	non	non / non
ESSILOR	non	non	non	non / non
EUROFINS SCIENTIFIC	non	non	non	non / non
FAURECIA	non	non	non	non / non
GL EVENTS	non	non	non	non / non
HAULOTTE	non	non	non	non / non
HEXAOM	non	non	non	non / non
KORIAN	non	non	non	non / non
MANITOU	non	non	non	non / non
ORPEA	non	non	non	non / non
PIERRE & VACANCES	non	non	non	non / non
PLASTIC OMNIUM	non	non	non	non / non
QUADIENT	non	non	non	non / non
RUBIS	non	non	non	non / non
SAFRAN	non	non	non	non / non
SARTORIUS STEDIM BIOTECH	non	non	non	non / non
SEB	non	non	non	non / non
TELEPERFORMANCE	non	non	non	non / non
THERMADOR	non	non	non	non / non
UBISOFT	non	non	non	non / non
VALEO	non	non	non	non / non
VETOQUINOL	non	non	non	non / non
VILMORIN	non	non	non	non / non
VIRBAC	non	non	non	non / non

Données de marché

Sources : FU, FactSet
Cours de clôture : 08 décembre 2021

Performances des indices

Indices internationaux	Cours au 08/12/2021	Performance (monnaie locale) 1T-2020	2T-2021	3T-2021	YTD	Performance (euro) 1T-2020	2T-2021	3T-2021	YTD
EUROPE									
Stoxx Europe 600	477,4	+7,7%	+5,4%	+0,4%	+19,6%	+7,7%	+5,4%	+0,4%	+19,6%
France CAC 40	7 014,6	+9,3%	+7,3%	+0,2%	+26,4%	+9,3%	+7,3%	+0,2%	+26,4%
France CAC 40 (div. réinvestis)		+9,6%	+9,1%	+0,4%	+29,3%	+9,6%	+9,1%	+0,4%	+29,3%
France SBF 120	5 441,5	+8,7%	+6,7%	+0,3%	+23,8%	+8,7%	+6,7%	+0,3%	+23,8%
France CAC Mid & Small	15 183,5	+8,2%	+3,8%	+0,4%	+14,0%	+8,2%	+3,8%	+0,4%	+14,0%
Germany DAX (TR)	15 687,1	+9,4%	+3,5%	-1,7%	+14,3%	+9,4%	+3,5%	-1,7%	+14,3%
FTSE 100	7 337,1	+3,9%	+4,8%	+0,7%	+13,6%	+9,2%	+4,0%	+0,6%	+18,6%
IBEX 35	8 478,4	+6,3%	+2,8%	-0,3%	+5,0%	+6,3%	+2,8%	-0,3%	+5,0%
Switzerland SMI (PR)	12 597,4	+3,2%	+8,1%	-2,5%	+17,7%	+1,3%	+9,1%	-1,2%	+22,3%
FTSE MIB	26 751,9	+10,9%	+1,8%	+2,3%	+20,3%	+10,9%	+1,8%	+2,3%	+20,3%
Greece ATHEX Composite	892,9	+6,9%	+2,3%	-2,2%	+10,4%	+6,9%	+2,3%	-2,2%	+10,4%
Russia	1 612,7	+6,5%	+12,0%	+7,5%	+16,2%	+11,4%	+11,0%	+10,0%	+26,2%
US									
S&P 500	4 701,2	+5,8%	+8,2%	+0,2%	+25,2%	+10,1%	+7,2%	+2,6%	+35,1%
NASDAQ Composite Index	15 787,0	+2,8%	+9,5%	-0,4%	+22,5%	+7,0%	+8,5%	+1,9%	+32,3%
Dow Jones 30 Industrials	35 754,8	+7,8%	+4,6%	-1,9%	+16,8%	+12,2%	+3,7%	+0,4%	+26,1%
AFRIQUE									
Morocco MADEX	10 717,5	+1,6%	+8,1%	+6,3%	+16,6%	+4,0%	+8,6%	+7,1%	+21,7%
FTSE JSE 40	65 992,7	+12,0%	-1,2%	-3,8%	+21,4%	+15,9%	+1,3%	-6,6%	+22,5%
ASIE									
Japan Nikkei 225	28 860,6	+6,3%	-1,3%	+2,3%	+5,2%	+4,0%	-2,6%	+4,1%	+3,5%
SSE A Share Index	3 812,7	-0,9%	+4,3%	-0,7%	+4,7%	+2,9%	+4,9%	+1,6%	+16,4%
India S&P BSE SENSEX	58 649,7	+3,7%	+6,0%	+12,7%	+22,8%	+7,9%	+3,3%	+15,4%	+28,4%
AMERIQUE LATINE									
Brazil Bovespa Index	108 095,5	-2,0%	+8,7%	-12,5%	-9,2%	-5,9%	+21,2%	-17,5%	-8,0%
MSCI									
MSCI World Index	2 437,8	+5,7%	+7,1%	+0,2%	+21,3%	+8,8%	+6,4%	+2,0%	+28,3%
MSCI EM (Emerging Markets)	70 572,3	+3,6%	+3,2%	-7,5%	-1,6%	+6,1%	+3,5%	-6,7%	+3,8%
Bitcoin (CME) Continuous	50 925,0	+101,8%	-41,4%	+25,6%	+73,3%	+110,0%	-42,0%	+28,5%	+87,1%
Gold (NYM $/ozt) Continuous	1 785,5	-9,8%	+3,1%	-1,1%	-6,6%	-6,1%	+2,2%	+1,2%	+0,8%
Gold NYMEX Near Term ($/ozt)	1 783,4	-9,5%	+3,3%	-0,9%	-5,8%	-5,8%	+2,4%	+1,4%	+1,7%

Statistiques Cac All-Tradable (Source FactSet)

Performances

Les plus élevées

Sociétés	Performance YTD	Cours au 08/12/2021	Extrêmes 12m + bas	Extrêmes 12m + haut
Valneva SE	+192,9%	22,7 €	6,8 €	28,5 €
Vivendi SE	+114,1%	11,3 €	10,5 €	33,4 €
Hermes International SC	+79,3%	1 577,0 €	828,0 €	1 675,5 €
Virbac SA	+77,5%	422,5 €	202,5 €	441,5 €
Eramet SA	+74,3%	74,8 €	39,0 €	84,4 €
Societe Generale S.A. Cl	+71,5%	29,2 €	15,4 €	30,0 €
Derichebourg SA	+67,0%	9,8 €	4,6 €	10,6 €
Sartorius Stedim Biotecl	+64,6%	479,3 €	286,6 €	548,2 €
CNP Assurances SA	+64,6%	21,7 €	12,5 €	21,7 €
Alten SA	+63,5%	151,5 €	86,8 €	153,3 €
Compagnie de Saint-Gol	+62,3%	60,9 €	37,4 €	64,6 €
Capgemini SE	+62,1%	205,6 €	114,1 €	215,8 €
Dassault Systemes SA	+60,9%	53,5 €	30,7 €	56,2 €
Veolia Environnement S	+56,1%	30,1 €	18,7 €	30,2 €
Eurofins Scientific Sociel	+53,0%	105,0 €	63,7 €	126,4 €

Les plus faibles

Sociétés	Performance YTD	Cours au 08/12/2021	Extrêmes 12m + bas	Extrêmes 12m + haut
Atos SE	-51,6%	36,2 €	36,2 €	76,1 €
Ubisoft Entertainment S	-44,8%	43,5 €	40,8 €	87,2 €
Neoen S.A.	-38,4%	35,5 €	31,9 €	64,0 €
Worldline SA	-38,4%	48,8 €	46,0 €	84,8 €
McPhy Energy SA	-34,7%	22,4 €	15,1 €	40,3 €
Rubis SCA	-33,4%	25,3 €	24,3 €	42,2 €
Solutions 30 SE	-32,7%	7,1 €	2,8 €	16,1 €
Alstom SA	-31,6%	31,9 €	30,2 €	48,7 €
Albioma	-29,8%	33,0 €	31,1 €	50,0 €
Orpea SA	-23,3%	82,5 €	81,2 €	117,6 €
Air France-KLM SA	-21,6%	4,0 €	3,7 €	5,6 €
CGG	-20,4%	0,6 €	0,6 €	1,3 €
Korian SA	-16,5%	26,2 €	26,1 €	33,9 €
Renault SA	-15,8%	30,1 €	28,1 €	41,1 €
Valeo SE	-15,2%	27,4 €	20,9 €	33,1 €

Potentiels

Les plus élevées

Sociétés	Cours au 08/12/2021	Objectif Consensus	Potentiel
DBV Technologies SA	5,2 €	13,2 €	+155,1%
Solutions 30 SE	7,1 €	14,0 €	+97,4%
CGG	0,6 €	1,1 €	+69,3%
Rubis SCA	25,3 €	40,8 €	+61,4%
ArcelorMittal SA	26,2 €	41,5 €	+58,0%
Albioma	33,0 €	51,7 €	+56,5%
Worldline SA	48,8 €	75,5 €	+54,9%
Verallia SAS	29,7 €	45,1 €	+52,1%
Orpea SA	82,5 €	124,1 €	+50,4%
Societe BIC SA	47,0 €	69,7 €	+48,1%
Korian SA	26,2 €	37,7 €	+44,1%
Wendel SE	100,0 €	141,7 €	+41,7%
SES SA FDR (Class A)	7,0 €	9,9 €	+41,3%
TechnipFMC Plc	5,8 €	8,1 €	+40,1%
Edenred SA	39,8 €	55,2 €	+38,8%

Les plus faibles

Sociétés	Cours au 08/12/2021	Objectif Consensus	Potentiel
Air France-KLM SA	4,0 €	3,1 €	-22,9%
Hermes International SCA	1 577,0 €	1 362,9 €	-13,6%
Pernod Ricard SA	207,6 €	188,6 €	-9,1%
SUEZ SA	19,8 €	18,3 €	-7,5%
Remy Cointreau SA	205,0 €	190,6 €	-7,0%
Europcar Mobility Group SA	0,5 €	0,5 €	-6,9%
Dassault Systemes SA	53,5 €	51,0 €	-4,7%
Aeroports de Paris SA	108,2 €	104,2 €	-3,7%
L'Oreal SA	418,3 €	406,7 €	-2,8%
CNP Assurances SA	21,7 €	21,2 €	-2,4%
Vivendi SE	11,3 €	11,0 €	-2,1%
Legrand SA	100,2 €	98,7 €	-1,4%
Schneider Electric SE	166,3 €	164,4 €	-1,2%
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled	62,2 €	61,9 €	-0,5%
JCDecaux SA	23,3 €	23,3 €	-0,0%

PER

Les plus élevées

Sociétés	Cours au 08/12/2021	PER 2021e	PER 2022e
Getlink SE	13,8 €	-	85,8x
Aeroports de Paris SA	108,2 €	-	82,1x
Neoen S.A.	35,5 €	101,3x	72,1x
Accor SA	27,4 €	-	70,7x
Hermes International SCA	1 577,0 €	70,8x	64,0x
Sartorius Stedim Biotech SA	479,3 €	67,3x	59,9x
Dassault Systemes SA	53,5 €	57,5x	54,4x
Remy Cointreau SA	205,0 €	53,7x	45,8x
TechnipFMC Plc	5,8 €	-	43,4x
L'Oreal SA	418,3 €	47,9x	43,0x
Soitec SA	219,6 €	52,9x	41,1x
Europcar Mobility Group SA	0,5 €	-	35,1x
JCDecaux SA	23,3 €	-	34,1x
bioMerieux SA	118,3 €	26,7x	31,6x
Eurofins Scientific Societe Europeenne	105,0 €	24,0x	31,3x

Les plus faibles

Sociétés	Cours au 08/12/2021	PER 2021e	PER 2022e
ArcelorMittal SA	26,2 €	2,2x	3,0x
Eramet SA	74,8 €	5,1x	4,4x
Renault SA	30,1 €	13,0x	4,8x
Aperam SA	44,6 €	5,3x	6,3x
Societe Generale S.A. Class A	29,2 €	6,1x	7,1x
Atos SE	36,2 €	9,5x	7,5x
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled	62,2 €	8,9x	7,5x
TotalEnergies SE	44,2 €	8,1x	7,6x
Scor SE	26,9 €	11,4x	7,7x
Mercialys SA	8,4 €	8,3x	7,7x
Credit Agricole SA	12,4 €	7,4x	7,8x
Technip Energies NV	12,0 €	8,7x	8,0x
Klepierre SA	19,3 €	9,7x	8,1x
Electricite de France SA	12,8 €	9,5x	8,3x
Faurecia SA	40,0 €	14,9x	8,3x

PEG

Les plus élevées

Sociétés	Cours au 08/12/2021	PEG 2021e	PEG 2022e
Accor SA	27,4 €		35,3x
JCDecaux SA	23,3 €		11,4x
Ubisoft Entertainment SA	43,5 €	11,1x	9,5x
Klepierre SA	19,3 €	10,3x	8,7x
bioMerieux SA	118,3 €	6,3x	7,5x
Television Francaise 1 SA	8,5 €	6,6x	6,6x
Sartorius Stedim Biotech SA	479,3 €	6,0x	5,4x
Wendel SE	100,0 €	6,1x	5,3x
Danone SA	53,0 €	5,6x	5,3x
Ipsen SA	90,7 €	4,8x	5,0x
Dassault Systemes SA	53,5 €	4,8x	4,5x
Neoen S.A.	35,5 €	5,3x	3,8x
L'Oreal SA	418,3 €	4,2x	3,7x
Hermes International SCA	1 577,0 €	3,6x	3,2x
Remy Cointreau SA	205,0 €	3,5x	3,0x

Les plus faibles

Sociétés	Cours au 08/12/2021	PEG 2021e	PEG 2022e
Valeo SE	27,4 €	0,3x	0,1x
Societe Generale S.A. Class A	29,2 €	0,1x	0,1x
Renault SA	30,1 €	0,3x	0,1x
TotalEnergies SE	44,2 €	0,2x	0,1x
Lagardere SA	23,1 €	1,3x	0,1x
Faurecia SA	40,0 €	0,3x	0,2x
Compagnie Generale des Etablissemer	140,0 €	0,3x	0,3x
Korian SA	26,2 €	0,6x	0,4x
VINCI SA	87,1 €	0,6x	0,4x
Thales SA	74,5 €	0,4x	0,4x
Sodexo SA	77,1 €	0,5x	0,4x
Arkema SA	122,4 €	0,4x	0,4x
Elis SA	14,6 €	0,6x	0,4x
Compagnie de Saint-Gobain SA	60,9 €	0,5x	0,5x
Plastic Omnium SE	24,2 €	0,7x	0,5x

VE / CA

Les plus élevées

Sociétés	Cours au 08/12/2021	VE / CA 2021e	VE / CA 2022e
DBV Technologies SA	5,2 €	51,8x	27,0x
Gecina SA	116,7 €	26,0x	25,5x
Covivio SA	70,8 €	25,3x	23,7x
McPhy Energy SA	22,4 €	30,5x	18,9x
Hermes International SCA	1 577,0 €	17,9x	15,8x
Neoen S.A.	35,5 €	16,8x	14,7x
Icade SA	62,9 €	15,6x	14,7x
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled	62,2 €	16,9x	13,9x
Dassault Systemes SA	53,5 €	15,0x	13,4x
Sartorius Stedim Biotech SA	479,3 €	15,4x	13,3x
Klepierre SA	19,3 €	14,7x	12,9x
Getlink SE	13,8 €	15,5x	11,2x
Mercialys SA	8,4 €	11,3x	10,9x
Gaztransport & Technigaz SA	71,5 €	8,2x	8,3x
Euronext NV	87,1 €	9,1x	7,7x

Les plus faibles

Sociétés	Cours au 08/12/2021	VE / CA 2021e	VE / CA 2022e
Technip Energies NV	12,0 €	-0,1x	-0,1x
Renault SA	30,1 €	0,3x	0,2x
Carrefour SA	14,9 €	0,3x	0,2x
Casino, Guichard-Perrachon SA	21,8 €	0,3x	0,3x
Fnac Darty SA	54,0 €	0,3x	0,3x
ArcelorMittal SA	26,2 €	0,4x	0,4x
Scor SE	26,9 €	0,4x	0,4x
Bouygues SA	30,5 €	0,4x	0,4x
Derichebourg SA	9,8 €	0,5x	0,4x
Atos SE	36,2 €	0,4x	0,4x
Elior Group SA	6,0 €	0,5x	0,4x
Rexel SA	18,0 €	0,5x	0,4x
Faurecia SA	40,0 €	0,6x	0,5x
Valeo SE	27,4 €	0,6x	0,5x
Plastic Omnium SE	24,2 €	0,6x	0,5x

VE / EBITDA

Les plus élevées

Sociétés	Cours au 08/12/2021	VE / EBITDA 2021e	VE / EBITDA 2022e
Sartorius Stedim Biotech SA	479,3 €	43,2x	37,9x
Hermes International SCA	1 577,0 €	40,6x	36,7x
Dassault Systemes SA	53,5 €	38,8x	35,6x
Gecina SA	116,7 €	32,9x	32,0x
Remy Cointreau SA	205,0 €	31,6x	27,3x
L'Oreal SA	418,3 €	28,9x	26,1x
Covivio SA	70,8 €	30,5x	24,2x
Getlink SE	13,8 €	39,1x	22,3x
Soitec SA	219,6 €	27,6x	21,8x
Neoen S.A.	35,5 €	20,2x	18,0x
Pernod Ricard SA	207,6 €	19,7x	18,0x
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled	62,2 €	21,7x	17,0x
Icade SA	62,9 €	17,6x	16,9x
Legrand SA	100,2 €	17,7x	16,5x
Valneva SE	22,7 €	-	16,4x

Les plus faibles

Sociétés	Cours au 08/12/2021	VE / EBITDA 2021e	VE / EBITDA 2022e
Technip Energies NV	12,0 €	-0,9x	-1,2x
Renault SA	30,1 €	2,3x	1,7x
ArcelorMittal SA	26,2 €	1,6x	1,7x
Eramet SA	74,8 €	3,2x	2,4x
Casino, Guichard-Perrachon SA	21,8 €	3,2x	3,0x
CGG	0,6 €	4,5x	3,2x
Faurecia SA	40,0 €	4,2x	3,2x
Television Francaise 1 SA	8,5 €	3,5x	3,4x
Fnac Darty SA	54,0 €	3,8x	3,4x
Valeo SE	27,4 €	4,2x	3,5x
Atos SE	36,2 €	4,1x	3,5x
Bouygues SA	30,5 €	3,5x	3,5x
Aperam SA	44,6 €	3,8x	3,7x
Carrefour SA	14,9 €	4,3x	3,8x
TotalEnergies SE	44,2 €	4,4x	3,9x

Rendements

Les plus élevées

Sociétés	Cours au 08/12/2021	Rendements 2021e	Rendements 2022e
Coface SA	12,5 €	8,9%	9,5%
Mercialys SA	8,4 €	8,7%	8,8%
Metropole Television SA	17,2 €	8,3%	8,7%
Eutelsat Communications SA	11,2 €	6,7%	8,4%
Credit Agricole SA	12,4 €	6,7%	8,2%
Orange SA	9,2 €	6,5%	7,7%
Rubis SCA	25,3 €	6,4%	7,3%
Klepierre SA	19,3 €	6,0%	7,2%
Societe Generale S.A. Class A	29,2 €	5,7%	7,2%
Scor SE	26,9 €	5,7%	6,7%
Icade SA	62,9 €	5,6%	6,5%
BNP Paribas SA Class A	58,1 €	5,6%	6,4%
Television Francaise 1 SA	8,5 €	5,3%	6,3%
TotalEnergies SE	44,2 €	5,2%	6,2%
ENGIE SA.	13,1 €	5,1%	6,1%

Les plus faibles

Sociétés	Cours au 08/12/2021	Rendements 2021e	Rendements 2022e
CGG	0,6 €	0,0%	0,0%
Lagardere SA	23,1 €	0,0%	0,0%
Soitec SA	219,6 €	0,0%	0,0%
Air France-KLM SA	4,0 €	0,0%	0,0%
Vallourec SA	8,4 €	0,0%	0,0%
Accor SA	27,4 €	0,0%	0,0%
Ubisoft Entertainment SA	43,5 €	0,0%	0,0%
Solutions 30 SE	7,1 €	0,0%	0,0%
Valneva SE	22,7 €	0,0%	0,0%
Aeroports de Paris SA	108,2 €	0,0%	0,0%
McPhy Energy SA	22,4 €	0,0%	0,0%
DBV Technologies SA	5,2 €	0,0%	0,0%
Europcar Mobility Group SA	0,5 €	0,0%	0,0%
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled	62,2 €	0,0%	0,0%
Worldline SA	48,8 €	0,0%	0,0%

FINANCIÈRE D'UZÈS

13, rue d'Uzès 75002 **PARIS** – Tél. 01 45 08 96 40 – Fax. 01 45 08 89 12
9, rue Grenette 69289 **LYON-CEDEX 02** - Tél. 04 78 42 51 18 – Fax. 04 78 38 17 83
37, rue d'Antibes 06400 **CANNES** - Tél. 04 97 06 66 40 - Fax. 04 93 68 83 80
4, place Jean Jaurès 42000 **SAINT-ETIENNE** – Tél. 04 77 38 70 04 – Fax. 04 77 38 70 12
Parc des Glaisins 5 avenue du Pré-Félin 74940 **ANNECY-LE-VIEUX** – Tél. 04 50 66 50 50 – Fax. 04 50 66 55 55
11, rue Jean Roisin – 59800 **LILLE** – Tél. 03 28 04 05 15
www.finuzes.fr