

Guide des Valeurs Suivies

juin-22

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
Valeurs suivies	9 - 40
Données de marché	41 - 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	
Catégorie	LEADER		MOYENNE			A LA TRAINE		
Description	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.

Analyse ESG

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

Source : MSCI, Financière d'Uzès

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'efficacité 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.

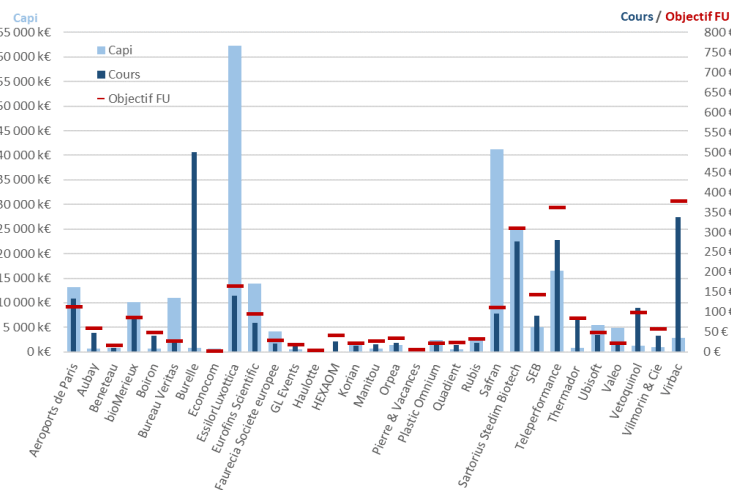
■ Synthèse des potentiels

Potentiel > +20 %		
HEXAOM		+68,7%
Beneteau		+58,4%
SEB	«Les essentielles»	+57,6%
Korian		+51,4%
Orpea		+50,6%
Manitou		+49,6%
Rubis		+48,2%
Faurecia Societe europeee	«Les essentielles»	+47,3%
Vilmorin & Cie		+43,3%
Quadiant		+41,9%
Eurofins Scientific	«Les essentielles»	+34,2%
Plastic Omnium		+30,8%
Pierre & Vacances		+29,9%
Teleperformance	«Les essentielles»	+29,9%
Aubay	«Les essentielles»	+26,7%
Boiron		+22,4%
Potentiel compris entre +10 % et +20 %		
EssilorLuxottica	«Les essentielles»	+17,5%
Bureau Veritas		+16,3%
Safran	«Les essentielles»	+15,9%
Ubisoft		+14,5%
GL Events		+13,5%
Valeo		+12,7%
Virbac		+12,3%
Sartorius Stedim Biotech	«Les essentielles»	+12,3%
Haulotte		+10,9%
Potentiel compris entre 0 % et +10 %		
Econocom		+5,6%
bioMerieux	«Les essentielles»	+3,9%
Potentiel < 0 %		
Thermador		-2,3%
Vetoquinol		-9,5%
Aeroports de Paris	«Les essentielles»	-14,7%

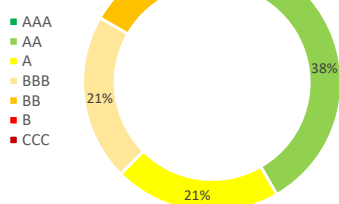
■ Synthèse des valorisations

Société	Rating / Controverse ESG		Cours au 20/06/2022	Objectif FU	Potentiel %	Objectif FactSet ⁽¹⁾	Potentiel %
Aéroports de Paris	A	Green	133,2 €	113,6 €	-14,7%	116,9 €	-12,3%
Aubay	B	Green	47,2 €	59,8 €	+26,7%	67,3 €	+42,7%
Beneteau	BB	Green	10,8 €	17,1 €	+58,4%	18,3 €	+69,8%
bioMérieux	AA	Green	84,1 €	87,4 €	+3,9%	117,6 €	+39,7%
Boiron	BBB	Green	40,2 €	49,2 €	+22,4%	49,0 €	+21,9%
Bureau Veritas	AA	Green	24,3 €	28,2 €	+16,3%	29,4 €	+21,2%
Burelle	n.d	n.d	500,0 €	n.d	n.d	n.d	n.d
Econocom	BB	Green	3,4 €	3,6 €	+5,6%	3,7 €	+8,3%
EssilorLuxottica	AA	Green	140,6 €	165,2 €	+17,5%	190,3 €	+35,4%
Eurofins Scientific	BBB	Green	72,1 €	96,7 €	+34,2%	104,2 €	+44,5%
Faurecia Societe europeenne	BB	Green	20,9 €	30,7 €	+47,3%	32,8 €	+57,3%
GL Events	n.d	n.d	16,8 €	19,1 €	+13,5%	19,7 €	+17,1%
Haulotte	n.d	n.d	4,0 €	4,4 €	+10,9%	4,5 €	+13,2%
HEXAOM	n.d	n.d	25,6 €	43,2 €	+68,7%	47,3 €	+84,8%
Korian	A	Green	15,0 €	22,7 €	+51,4%	31,0 €	+107,4%
Manitou	AA	Green	19,1 €	28,6 €	+49,6%	31,7 €	+66,0%
Orpea	BBB	Yellow	23,0 €	34,6 €	+50,6%	55,4 €	+141,0%
Pierre & Vacances	n.d	n.d	5,5 €	7,2 €	+29,9%	7,0 €	+26,6%
Plastic Omnium	A	Green	16,8 €	21,9 €	+30,8%	22,9 €	+36,6%
Quadient	AA	Green	17,8 €	25,2 €	+41,9%	26,6 €	+49,7%
Rubis	AA	Green	22,8 €	33,8 €	+48,2%	37,2 €	+63,0%
Safran	BBB	Green	96,3 €	111,6 €	+15,9%	129,2 €	+34,1%
Sartorius Stedim Biotech	BBB	Green	276,7 €	310,8 €	+12,3%	465,1 €	+68,1%
SEB	A	Green	91,2 €	143,7 €	+57,6%	152,2 €	+66,9%
Teleperformance	AA	Green	279,4 €	362,8 €	+29,9%	446,7 €	+59,9%
Thermador	n.d	n.d	87,6 €	85,6 €	-2,3%	106,7 €	+21,8%
Ubisoft	A	Green	43,3 €	49,6 €	+14,5%	54,7 €	+26,2%
Valeo	AAA	Green	20,4 €	23,0 €	+12,7%	22,8 €	+12,0%
Vetoquinol	n.d	n.d	110,0 €	99,5 €	-9,5%	152,0 €	+38,2%
Vilmorin & Cie	AA	Green	40,7 €	58,3 €	+43,3%	70,0 €	+72,1%
Virbac	AA	Green	337,5 €	379,1 €	+12,3%	430,5 €	+27,5%

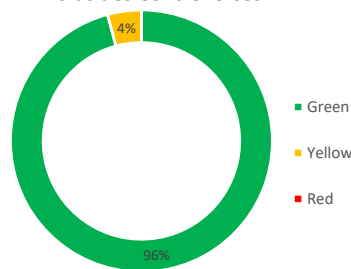
⁽¹⁾ L'objectif FactSet au 20/06/2022 correspond au consensus réalisé par FactSet à partir des données des analystes



Poids des notes ESG



Poids des Controverses



Fiches
Valeurs

AEROPORTS DE PARIS

Secteur : Services aux entreprises

Cours au 20/06/2022

133,2 €

Objectif

113,6€ (-14,7%)

Données boursières

MNEMO / ISIN	ADP-PAR / FRO010340141	
Capitalisation	13 182 M€	
Flottant	26,2%	
Extrêmes 12 m (€)	96,4€ / 146,8€	

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-3,3%	+0,9%	+7,7%
Perf. relative CAC Mid&Small	+4,8%	+11,4%	+19,2%



Résultats et enjeux

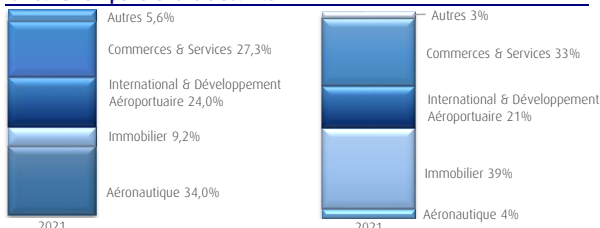
Les résultats 2021 ressortent en forte progression, en lien avec l'amélioration marquée du trafic sur le 2S, et très au-dessus de la guidance de marge d'EBITDA : 1/ CA de 2,78Md€ (+29,9%), dans un trafic groupe à +37,2% soit encore seulement 45,6% le niveau de 2019, qui bénéficie de l'Aéronautique (+19,5%) et de façon surprenante des Commerces (+27,8% malgré les restrictions d'ouvertures), 2/ EBITDA à 751M€ (vs 168M€ en 2021) soit une marge de 27% (+19,2pts) très supérieure à la guidance (entre 18/23%) à la faveur des commerces (marge à 29,7% soit +15,7pts), en particulier dans les aéroports parisiens, 3/ ROC de -29M€ (+1,09Md€), 4/ RN de -248M€ (+1,27Md€), 5/ DN de 8Md€ (+7%).

Pour 2022, sur la base d'un trafic groupe attendu entre 70 % et 80 % et d'un trafic Paris Aéroport entre 65 % et 75 % du niveau de 2019, la direction vise pour 2022 une marge d'EBITDA entre 30/35%, un RN >0 et un ratio DN/EBITDA à 6/7x.

Enfin, ADP a présenté sa feuille de route stratégique 2022-25, "2025 Pioneers" sur l'émergence de l'aéroport du futur, plus intelligent, plus sûr (simplifier et fluidifier le parcours des passagers grâce au digital) et plus durable (neutralité carbone à Paris à horizon 2030, diversification des activités énergétiques et déploiement des énergies propres, révision des modes de construction et optimisation des surfaces) au prix de dépenses d'investissements de 1Md€ en moyenne / an sur la période au niveau du groupe. Elle est établie sur la base d'un retour du trafic à son niveau 2019 à partir de 2023-2024 au niveau global et 2024-2026 pour les aéroports parisiens et vise une amélioration de la marge d'EBITDA, entre 30/35% sur 2022-2023 puis 35/40% sur 2024-2025 avec un retour de l'EBITDA au niveau de 2019 (1,77Md€) en 2024.

La feuille de route est ambitieuse mais à CT, nous n'attendons pas d'effet sur le titre qui demeure, à nos yeux, très correctement valorisé au regard de 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 qui n'a toujours pas communiqué.

CA et EBITDA par branche d'activité



Activité

ADP, 2ème groupe aéroportuaire européen et le leader en nombre de passagers transportés (>230M de passagers/an dont >100M sur Paris), est spécialisé dans la conception, la construction et l'exploitation d'aéroports (présent dans 125 aéroport dont 28 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/ Aéronautique (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/ Commerces (boutiques, bars, restaurants...), 3/ International (activité des filiales et participations d'ADP).

Compte de Résultat (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	2 137,0	2 777,0	3 835,0	4 586,1
EBITDA	168,0	751,0	1 211,9	1 536,4
EBITA	-903,0	32,0	471,9	756,4
Résultat Financier	-390,0	-218,0	-326,0	-345,6
RN	-1 516,0	-248,0	173,4	345,5
RN part du groupe	-1 169,0	-248,0	99,4	271,5

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	13 744,0	14 383,0	14 723,0	15 029,0
dont GW	190,0	190,0	190,0	190,0
BFR	-1 332,0	-1 533,0	-920,4	-917,2
Fonds Propres totaux	4 213,0	4 176,0	4 349,4	4 695,0
Endettement Financier net	7 336,0	7 741,0	8 560,1	8 720,7

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	168,0	739,0	1 034,9	1 252,7
CAPEX	-848,0	-527,0	-1 000,0	-1 000,0
CAF / CAPEX	-0,2	-1,4	-1,0	-1,3
Variation de BFR	114,0	-88,0	-612,6	-3,2
Pay-Out	0%	0%	0%	60%
FCF Opérationnel	-566,0	124,0	-577,7	249,6

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	174%	185%	197%	186%
DN/EBITDA	43,7x	10,3x	7,1x	5,7x
GW/FP	4,5%	4,5%	4,4%	4,0%
Marge d'EBITA	-42,3%	1,2%	12,3%	16,5%
Marge nette	-54,7%	-8,9%	2,6%	5,9%
ROE	-27,7%	-5,9%	2,3%	5,8%
ROCE	-7,3%	0,2%	3,4%	5,4%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	-7,83	-1,82	1,21	2,86
Dividende net	0,00	0,00	0,00	1,65
CAF / action	1,70	7,47	10,46	12,66
Actif net par action	36,90	35,53	36,53	39,28

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	106,3 €	107,4 €	133,2 €	133,2 €
PER	-13,6x	-59,1x	n.s	46,6x
P / CAF	62,6x	14,4x	12,7x	10,5x
Rdt du FCF opérationnel	-4,1%	0,6%	n.s	1,1%
P / AN	2,9x	3,0x	3,6x	3,4x
VE / CA	6,5x	6,9x	6,1x	5,1x
VE / EBITDA	82,4x	25,5x	19,2x	15,2x
VE / EBITA	-15,3x	599,5x	49,3x	31,0x

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating ADP	Critères FU	Notes	Controverse
		E 38,1TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) Stress hydrique (7,7)		
		S 38,9% de femmes au Comex Développement du capital humain (8,2)		
		G Indépendance du CdAdm (77,8%) Comportement éthique (7,3)		

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Source : Financière d'Uzès

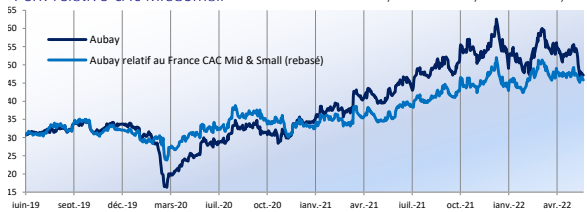
Vincent COURTOIS - Analyse Buy-Side

Données boursières

MNEMO / ISIN	AUB-PAR / FR0000063737
Capitalisation	626 M€
Flottant	53,9%
Extrêmes 12 m (€)	43,0€ / 62,6€

Performance (%)

	1m	3m	12m
Performance absolue	-10,6%	-12,9%	+6,4%
Perf. relative CAC Mid&Small	-2,5%	-2,4%	+17,9%

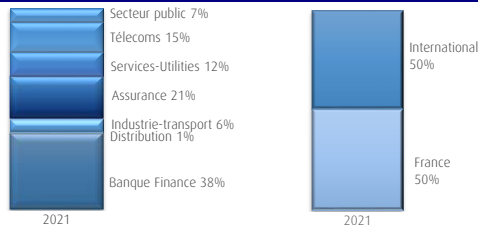


Résultats et enjeux

Les résultats 2021 sont très bons, > aux objectifs de la direction relevés 2x sur l'année : 1/ CA de 471M€ (+10,4%pcc soit très > à la guidance du groupe +5/+7%pcc). Une performance obtenue dans un contexte porteur tiré par les Capex des sociétés liés à la transformation numérique (Cloud, data, sécurité, mobilité) et par l'intérêt stratégique que présente l'IT pour ses clients. S'ajoute à cela, les investissements d'Aubay en matière de RH et recrutements (+11% des effectifs dans un marché de l'emploi tendu) qui ont également contribué à soutenir l'activité. 2/ MOP de 10,6% (+90pbs), > à la borne haute de l'objectif moyen terme du groupe (9,5%/10,5%), qui s'explique par un bon niveau de productivité, une bonne maîtrise des frais de structure et du couple Salaire/TMJ. Ce dernier point illustre la capacité du groupe à négocier des hausses de prix en compensation des hausses de salaires à la faveur des clients, globalement réceptifs aux hausses de tarifs, et d'un mix activité favorable (part des contrats court terme d'Assistance technique en hausse). 3/ une structure financière solide et une situation de trésorerie nette excédentaire de (+67M€) qui découle d'une forte génération de FCF (45M€).

Le ton de la direction pour 2022 est résolument confiant et ses objectifs sont ambitieux mais réalistes : 1/ CA entre 504/513M€ (+7%/+9%pcc soit un niveau > à l'objectif moyen terme du groupe +5%/+7%), 2/ MOP entre 9,5%/10,5%. Le 1T22 à +11,7%pcc reflète une activité commerciale dynamique (la direction dit «croûler» sous les appels d'offre avec des demandes de clients >2021). Ces premiers bons chiffres permettent d'espérer, s'ils sont confirmés sur le 2T, un possible relèvement de la guidance à l'occasion des publications semestriels ou du 3T. Nous regrettons néanmoins l'absence de M&A malgré une grande flexibilité financière pour réaliser des opérations de croissance externe. La recherche d'une cible selon ses critères s'avère difficile : société >15M€ de CA, suffisamment structurée, avec un positionnement sur le même métier qu'Aubay, travaillant avec de multiples clients et possédant une forte expertise sur les activités de services applicatifs.

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€)

	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	426,4	470,6	517,6	548,6
EBITDA	48,8	57,5	62,4	66,1
EBITA	41,2	49,9	54,8	58,5
Résultat Financier	-0,4	0,1	-0,5	-0,5
RN	26,1	34,4	39,5	42,2
RN part du groupe	26,1	34,4	39,5	42,2

Bilan (M€)

	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	160,7	155,6	155,6	155,6
dont GW	0,8	0,9	0,9	0,9
BFR	23,6	21,0	28,4	30,1
Fonds Propres totaux	202,9	230,0	255,0	281,1
Endettement Financier net	-44,6	-74,8	-100,0	-131,6

Financement (M€)

	2020	2021	2022e	2023e
CAF	38,8	46,1	47,1	49,7
CAPEX	-1,0	-1,0	-2,6	-2,7
CAF / CAPEX	38,0	44,5	18,2	18,1
Variation de BFR	9,4	0,7	-7,3	-1,7
Pay-Out	33%	42%	41%	42%
FCF Opérationnel	47,2	45,8	37,1	45,3

Ratios de structure

	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	-22%	-33%	-39%	-47%
DN/EBITDA	-0,9	-1,3	-1,6	-2,0
GW/FP	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%
Marge d'EBITA	9,7%	10,6%	10,6%	10,7%
Marge nette	6,1%	7,3%	7,6%	7,7%
ROE	12,9%	15,0%	15,5%	15,0%
ROCE	22,4%	28,3%	29,8%	31,5%

Données par action (€)

	2020	2021	2022e	2023e
BPA	1,99	2,60	2,98	3,21
Dividende net	0,66	1,10	1,23	1,35
CAF / action	2,96	3,46	3,58	3,79
Actif net par action	15,56	17,38	19,55	21,55

Ratios boursiers

	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	29,4 €	45,4 €	47,2 €	47,2 €
PER	14,8x	17,5x	15,8x	14,7x
P / CAF	10,0x	13,1x	13,2x	12,5x
Rdt du FCF opérationnel	13,7%	8,6%	7,1%	9,2%
P / AN	1,9x	2,6x	2,4x	2,2x
VE / CA	0,8x	1,1x	1,0x	0,9x
VE / EBITDA	7,1x	9,2x	8,4x	7,4x
VE / EBITA	8,4x	10,6x	9,5x	8,4x

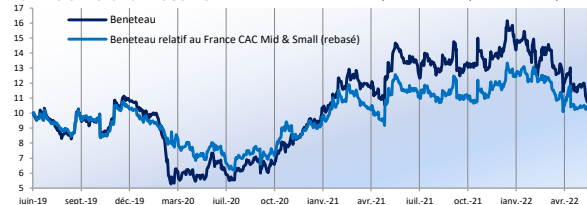
Analyse ESG

Rating Secteur	Rating Aubay	Critères FU	Notes	Controverse
		E 10,1T2CO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) S Stress hydrique (n.d) 33,3% de femmes au Comex Développement du capital humain (1,8)	★★★★★ n.d ★★★★★ ★★★★★ ★★★★★	
		G Indépendance du CdAdm (50,0%) Comportement éthique (5)	★★★★★ ★★★★★	

Données boursières

MNEMO / ISIN	BEN-PAR / FR0000035164
Capitalisation	894 M€
Flottant	44,3%
Extrêmes 12 m (€)	10,7€ / 16,2€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-5,8%	-25,0%	-19,0%
Perf. relative CAC Mid&Small	+2,3%	-14,5%	-7,6%



Résultats et enjeux

Les résultats 2021 sont excellents, très supérieurs aux attentes. Le CA s'affiche à 1227M€ (+11.9%, +12.9%cc), le ROC à 95.8 M€ (vs une guidance > à 65 M€) après 14M€ d'effets positifs non prévisibles. La MOP ressort à 7.8% (+530 pb) vs 2.5% en 2020. Par pôle, la MOP des Bateaux s'apprécie à 8.1% (vs 2.6%), celle de l'Habitat à 6.1% (vs 1.8%). Au bilan, la trésorerie nette est positive de 222 M€ après prise en compte des acquisitions réalisées dans les métiers de service. Le dividende est proposé à 0.3€/action.

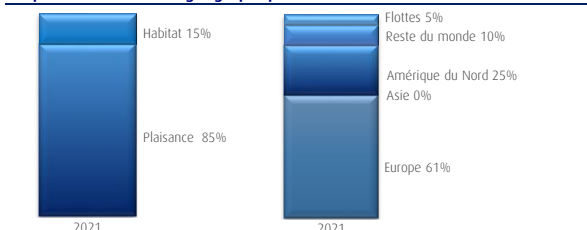
Le T1 2022 est globalement satisfaisant, en hausse de +10.6% (+8.9% à cc) dont +7.5% pour la Plaisance et +21.4% pour l'Habitat. De son côté le carnet de commandes ressort sur des plus hauts historiques (18 mois de production), en hausse de +47% vs mars 2021, sans encore intégrer les nouveautés de l'exercice qui remportent un large succès (DB/43 de Jeanneau, catamaran à moteur M48 Prestige, Delphia D11 électrique, First 36 et Lagoon 51). L'exposition à la Russie et à l'Ukraine est annoncée marginale, < à 1% du carnet de commandes global. En revanche le groupe mentionne des tensions sur ses approvisionnements qui viendront contraindre son activité (600 bateaux en stocks pour manquants au 31/03). Malgré ces contraintes, 1/le CA est attendu en hausse de +11% à +14%, dont une progression de +10% à +13% en Plaisance et > à +20% en Habitat avec +5% d'effet prix destiné à compenser les hausses de matières premières, 2/ le ROC dans une fourchette de 110M€ à 120M€ (8% à 8.5% du CA soit +20pb à +80pb), pour une MOP cible à échéance du Plan « Let's go beyond 2020/2025 » >10%, dès lors que l'activité sera revenue à son niveau de 2019.

De son côté, Jérôme de Metz, actuel PDG du groupe et promoteur du Plan « Let's Go Beyond 2020-2025 » annonce prendre sa retraite et laisser place à une direction bicéphale s'inscrivant pleinement dans la continuité des orientations stratégiques en place : Bruno Thivoyon, actuel DGD en qualité de DG et Yves Lyon-Caen en qualité de Président du Conseil.

Les contraintes opérationnelles peuvent être un frein à la production à CT mais sans remettre en question la stratégie en place ni les excellents fondamentaux du groupe. La valorisation est faible pour un grand leader mondial.

Ses concurrents : Brunswick (US), Marine Product (US), MarineMax (US), West

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€)	2020 *	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	1 344,5	1 227,1	1 397,2	1 507,2
EBITDA	95,0	159,9	203,2	222,0
EBITA	-8,1	95,7	117,3	136,1
Résultat Financier	-5,4	-2,5	-4,0	-3,0
RN part du groupe	-80,9	73,3	87,5	102,9

Bilan (M€)	2020 *	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	452,4	511,3	487,4	465,5
dont GW	87,4	90,8	90,8	90,8
BFR	52,1	-63,2	-72,0	-77,7
Fonds Propres totaux	551,8	630,8	693,1	769,9
Endettement Financier net	-93,3	-222,4	-258,9	-337,6

Financement (M€)	2020 *	2021	2022e	2023e
CAF	67,2	148,9	163,4	178,8
Investissement	-53,0	-50,7	-62,0	-64,0
CAF / Inv	-1,3	-2,9	-2,6	-2,8
Variation de BFR	25,8	115,3	-40,0	-10,0
Pay-Out	0,0	0,3	0,3	#N/A
FCF opérationnel	40,0	213,5	61,4	104,8

Ratios de structure	2020 *	2021	2022e	2023e
Gearing	-16,9%	-35,3%	-37,4%	-43,9%
DN/EBITDA	-1,0x	-1,4x	-1,3x	-1,5x
GW/FP	15,8%	14,4%	13,1%	11,8%
Marge d'EBIT	-0,6%	7,8%	8,4%	9,0%
Marge nette	-6,0%	6,0%	6,3%	6,8%
ROE	-14,7%	11,6%	12,6%	13,4%
ROCE	-1,6%	21,4%	28,2%	35,1%

Données par action (€)	2020 *	2021	2022e	2023e
BPA corrigé	-0,98	0,89	1,06	1,24
Dividende net	0,00	0,30	0,32	0,33
CAF / action	0,81	1,80	1,97	2,16
Actif net par action	6,69	7,32	8,06	8,97

Ratios boursiers	2020 *	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	8,0 €	12,8 €	10,8 €	10,8 €
PER	-8,2x	14,4x	10,2x	8,7x
P / CAF	9,9x	7,1x	5,5x	5,0x
Rdt du FCF opérationnel	7,0%	25,6%	9,7%	18,8%
P / AN	1,2x	1,7x	1,3x	1,2x
VE / CA	0,4x	0,7x	0,5x	0,4x
VE / EBITDA	6,0x	5,2x	3,1x	2,5x
VE / EBIT	n.s	8,7x	5,4x	4,1x

* 2020/16 mois (sept 2019/dec 2020)

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating Beneteau	Critères FU	Notes	Controverse
		E 22,9TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) S Stress hydrique (n.d) G Développement du capital humain (5,7) Indépendance du CdAdm (42,9%) Comportement éthique (6,3)	★★★★★ n.d ★★★★★ ★★★★★ ★★★★★	

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Source : Financière d'Uzès

Catherine VLAL - Analyste Buy-Side

BIOMERIEUX

Secteur : Santé

Cours au 20/06/2022

84,1 €

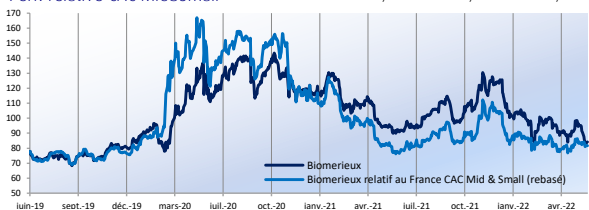
Objectif

87,4€ (+3,9%)

Données boursières

MNEMO / ISIN	BIM-PAR / FR0013280286
Capitalisation	10 067 M€
Flottant	36,0%
Extrêmes 12 m (€)	81,8€ / 130,5€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-8,0%	-16,5%	-8,6%
Perf. relative CAC Mid&Small	+0,1%	-6,0%	+2,9%



Résultats et enjeux

Les résultats 2021 ressortent exceptionnels dans un contexte lui-même exceptionnel. Le CA s'élève à 3376m€ (+8,3% et +10,5%pcc), au-delà de la guidance relevée en décembre (>+8%), après un excellent T4. L'Ebita s'établit à 801m€ (+30,7%), soit une marge record de 23,7% (vs 19,6% en 2020), soutenue par un effet volume positif et un mix produit favorable.

En comparaison, les perspectives pour 2022 ressortent décevantes dans un environnement qualifié de volatile. La Microbiologie et les Applications Industrielles devraient rester solides, ainsi que les ventes de panels FilmArray non respiratoires grâce à l'évolution remarquable de la base installée depuis le début de la pandémie. En revanche les volumes de tests Covid (environ 550M€) vont reculer fortement (>-50%) quand les dépenses opérationnelles vont augmenter : hausse des salaires (15M€) et des matières premières (20M€), normalisation des dépenses de R&D et de marketing/promotion, hausse des charges d'amortissements liées aux investissements. Dans ces conditions, le groupe table sur une baisse du CA de -7%/-3% pcc, et un Ebita de 530/610M€ (-23/-30%) qui nous ramènerait en hypothèse haute à 2020 (610M€). Le CA T1 (-0,9% dont -4,5%pcc) s'inscrit dans cette tendance.

Au-delà, les ambitions de MT sont réaffirmées : 1/faire du diagnostic un élément clé dans la prévention des infections, priorité clairement réaffirmées au travers de l'acquisition de société US Specific Diagnostics (Mai 2022), spécialisée dans les tests de sensibilité aux antibiotiques, 2/ étendre son leadership dans l'approche syndromique (nouvelle plateforme FilmArray® en biologie moléculaire devant réduire les temps de réponse (20 mn vs 45 mn, approbation en cours à la FDA)), 3/ alimenter le pipe en innovations (nouvelle plateforme Vidas® en immunoessais pour adresser de plus gros clients), 4/une feuille de route RSE ambitieuse.

Le dossier est de qualité, mais le momentum est dans l'immédiat peu porteur (hors M&A) avec en perspective 2 années 2022 et 2023 de normalisation après 2 exercices 2020 et 2021 exceptionnels.

Activité

BioMérieux fait partie des grands leaders mondiaux du Diagnostic in vitro (DIV) destiné à des applications médicales (diagnostic des maladies infectieuses) et industrielles (détection de micro-organismes dans les produits agroalimentaires, pharmaceutiques et cosmétiques). 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 et 2021 en mettant très rapidement sur le marché plusieurs tests de détection du Covid-19. Ses concurrents : Becton Dickinson (US), Quiagen (US), Biorade (US), Diasorin (It), ThermoFisher (US), Roche (CHF), Abbott (US), Siemens (All), Danaher Corp (US).

Compte de Résultat (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	3 118,3	3 376,1	3 319,9	3 466,4
EBITDA	823,4	1 031,9	833,0	851,2
EBITA	612,6	800,9	590,4	598,0
EBIT	552,9	784,0	573,5	581,1
Résultat Financier	-28,5	-9,8	-9,8	-9,8
RN	402,9	597,9	435,2	441,0

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	2 266,2	2 409,5	2 532,1	2 625,5
dont GW	629,4	669,5	669,5	669,5
BFR	477,3	539,4	530,4	553,8
Fonds Propres totaux	2 481,3	3 123,2	3 460,6	3 798,9
Endettement Financier net	92,1	-341,0	-531,5	-769,9

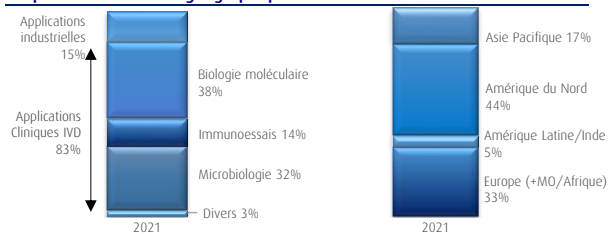
Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	632,9	848,7	697,5	714,1
CAPEX	-277,5	-290,1	-365,2	-346,6
CAF / CAPEX	-2,3	-2,9	-1,9	-2,1
Variation de BFR	45,4	62,1	-9,0	23,4
Pay-Out	-8,2%	-18,1%	-16,7%	-24,1%
FCF opérationnel	400,8	620,7	323,3	390,8

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	4%	-11%	-15%	-20%
DN/EBITDA	0,1x	-0,3x	-0,6x	-0,9x
GW/FP	25,4%	21,4%	19,3%	17,6%
M/EBITA	19,6%	23,7%	17,8%	17,3%
Marge nette	12,9%	17,7%	13,1%	12,7%
ROE	16,3%	19,2%	12,7%	11,7%
ROCE	21,7%	26,6%	18,7%	18,3%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA publié	3,42	5,08	3,70	3,75
Dividende net	0,62	0,85	0,89	0,94
CAF / action	1,78	7,17	5,89	6,03
Actif net par action	6,99	26,39	29,24	32,10

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier *	115,5 €	107,7 €	84,1 €	84,1 €
PE	33,8x	21,2x	22,7x	22,4x
P / CAF	64,8	15,0	14,3	13,9
Rdt du FCF opérationnel	1,0%	5,0%	3,4%	4,3%
P / AN	16,5x	4,1x	2,9x	2,6x
VE / CA	13,2x	3,7x	2,8x	2,7x
VE / EBITDA	49,9x	12,0x	11,3x	10,8x
VE/EBITA	67,1x	15,5x	16,0x	15,4x

CA par activité et zone géographique



Analyse ESG

Rating Secteur	Rating BioMérieux	Critères FU	Notes	Controverse
<p>Echantillon constitué de 13 valeurs</p>	<p>AA Score : 8,4</p> <p>▲ en hausse vs préc.</p>	<p>E 14,7TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)</p> <p>S Stress hydrique (6,3)</p> <p>44,4% de femmes au Comex</p> <p>Développement du capital humain (9,1)</p> <p>G Indépendance du CdAdm (66,7%)</p> <p>Comportement éthique (5,2)</p>	<p>★★★★★</p> <p>★★★★★</p> <p>★★★★★</p> <p>★★★★★</p> <p>★★★★★</p>	<p>Green</p>

Source : MSCI, Financière d'Uzès

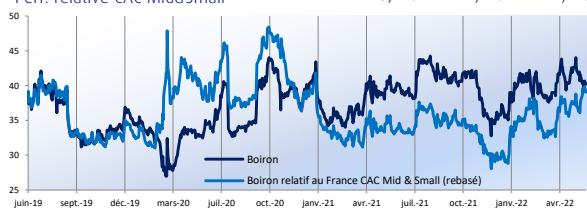
Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

Données boursières

MNEMO / ISIN	BOI-PAR / FR0000061129
Capitalisation	705 M€
Flottant	24,3%
Extrêmes 12 m (€)	32,8€ / 44,3€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-3,0%	+3,6%	+0,0%
Perf. relative CAC Mid&Small	+5,1%	+14,1%	+11,4%



Résultats et enjeux

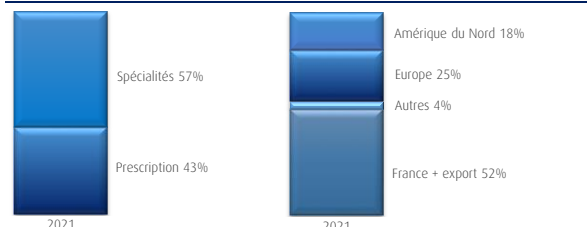
Les résultats 2021 sont encourageants malgré le recul d'activité, avec un effet désormais visible : i/ des lancements de nouveaux produits (50M€ dont 50% de vente de tests covid), ii/ des économies de coûts, soit -37,5 M€ sur l'année dont la baisse des coûts de Préparation et Distribution (fermeture de 12 établissements en France en 2021), et un total de -84M€ d'économies réalisées sur 3 ans (2019/21). Le CA ressort à 455M€ (-11.4%), encore largement pénalisé par le déremboursement total de l'homéopathie en France au 1/01/2021 et l'absence de pathologie hivernale, le ROP en hausse de 22,7% à 46,8 M€ soit 10,3% du CA (+280 pb) et 21,9% au S2 (+780 pb).

Le bilan est solide, la situation de trésorerie nette positive de 230M€. Un premier développement par croissance externe vient d'être annoncé en février avec la société ABBI (cosmétique individualisée). De son côté, le dividende est reconduit à 0,95€/action.

Le début d'année (CA T1 : 145,8 M€, soit +59,9% et +58%pcc) est excellent, un chiffre accueilli avec « beaucoup de joie et d'émotion » par la direction, avec une hausse toutes géographies confondues, tirée par les spécialités (+67%pcc) et les autres produits (dont les tests COVID pour 27M€). Dans ce contexte et sans fournir de guidance, la direction dit néanmoins attendre : 1/ une hausse de son CA que nous comprenons autour de 500M€ (+10%), 2/ une MOC proche de 2019 soit 12% et un ROC cible encore contenu, autour de 60M€, pour prendre en compte : i/ des niveaux de marge brute inférieurs sur les nouveaux produits, ii/ une inflation des coûts visible sur les frais de transport, énergie et matières, iii/ des dépenses promotionnelles en hausse de +10 M€, iv/ une situation Russe incertaine et préoccupante (4% CA), même si le courant d'affaires n'est pas coupé à ce stade. Au bout du compte, et comme traditionnellement, la rentabilité sera en réalité étroitement dépendante du volume d'activité, donc de la pathologie de fin d'année et des ventes de nouveaux produits. Pour notre part, nous nous voulons plus ambitieux pour 2022 mais à l'inverse plus prudent que le consensus pour 2023 en retenant l'hypothèse d'une baisse des ventes de tests Covid, non entièrement compensée par la hausse des nouveautés.

Le début d'année est encourageant, la visibilité s'améliore, la situation financière est solide, les multiples sont encore modérés.

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. Sur le point de sortir d'une période de turbulence après décision de l'HAS de dérembourser totalement les médicaments homéopathiques au 1/1/2021, le groupe reprend l'ascendant avec une accélération de sa politique de diversification sur les produits de Spécialité et les nouveaux produits en particulier, après un plan de réorganisation massif de ses activités.

Compte de Résultat (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	513,6	455,2	520,0	517,2
EBITDA	100,9	80,2	101,3	97,0
EBIT	68,3	46,8	67,3	62,3
Résultat Financier	-1,0	-0,7	0,0	0,0
RN part du Groupe	26,2	28,6	47,1	43,6

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	340,4	318,3	295,7	281,0
dont GW	89,6	89,6	89,6	89,6
BFR	33,7	64,5	73,7	73,3
Fonds Propres totaux	509,1	531,7	562,2	584,6
Endettement Financier net	-230,0	-230,8	-267,8	-305,3

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	94,0	61,9	81,1	78,3
CAPEX	18,9	20,4	20,0	20,0
CAF / CAPEX	5,0	3,0	4,1	3,9
Variation de BFR	-37,2	30,8	9,2	-0,4
Pay-Out	63,6%	58,4%	45,0%	45,0%
FCF opérationnel	112,3	10,7	52,0	58,7

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	-45%	-43%	-48%	-52%
DN/EBITDA	-2,2	-2,3	-3,3	-3,0
GW/FP	17,6%	16,9%	15,9%	15,3%
M/EBIT	13,3%	10,3%	12,9%	12,0%
Marge nette	7,9%	5,8%	5,5%	9,1%
ROE	5,1%	5,4%	8,4%	7,5%
ROCE	18,3%	12,2%	18,2%	17,6%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA retraité	1,49	1,63	2,68	2,49
Dividende net	0,95	0,95	1,21	1,12
CAF / action	5,36	3,53	4,62	4,46
Actif net par action	28,07	29,36	30,83	32,20

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	35,5 €	38,9 €	40,2 €	40,2 €
PER	23,8	23,9	15,0	16,2
P / CAF	6,6	11,0	8,7	9,0
Rdt du FCF opérationnel	28,5%	2,4%	10,7%	13,1%
P / AN	1,3	1,3	1,3	1,2
VE / CA	0,8	1,0	0,9	0,9
VE/ EBITDA	3,9	5,6	4,8	4,6
VE/ EBIT	5,8	9,6	7,2	7,2

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating Boiron	Critères FU	Notes	Controverse
		E 13,3TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) S Stress hydrique (n.d) 52,9% de femmes au Comex Développement du capital humain (0,2)	★★★★★ n.d ★★★★★ 1 ★★★★★ ★★★★★	
		G Indépendance du CdAdm (41,2%) Comportement éthique (6,6)		

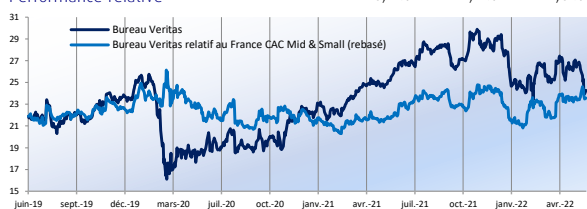
Source : MSCI, Financière d'Uzès

Source : Financière d'Uzès

Données boursières

MNEMO / ISIN	BVI-PAR / FR0006174348
Capitalisation	10 979 M€
Flottant	62,9%
Extrêmes 12 m (€)	23,4€ / 29,9€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-8,2%	-9,3%	-9,4%
Performance relative	-0,2%	+1,2%	+2,0%



Résultats et enjeux

Sans grande surprise, les résultats 2021 sont bons et en forte amélioration : 1/ CA de 4,98Md€ (+9,4%pcc et +3,1%pcc vs 2019) tiré par les 6 activités du groupe dont la 1/2 affichent une croissance à 2 chiffres (Certification : +15,4%pcc, Bien de Consommation : +14,6%pcc et Bâtiment & Infrastructures : +11,8%pcc). La part des services et solutions « Ligne Verte » dédiés au développement durable pour permettre à ses clients de relever les défis de ce domaine représentent 52% de son CA, répartis dans 5 secteurs (Ressource et production, Consommation et traçabilité, Bâtiment et infrastructures, nouvelles mobilités, Social, éthique et Gouvernance). 2/ RO ajusté de 802M€ (+30,4%) soit une MOP ajustée de 16,1% (+273pbs), 3/ RN de 481M€ (+69%), 4/ FCF à 603M (-4,9%) mais la DN s'améliore à 1,05Md€ (-21%) soit 1,1x l'EBITDA (vs 1,8x en 2020).

Les perspectives 2022 ne présentent pas de surprise : croissance CA pcc modérée à 1 chiffre (comprendre >5% sur la base d'un solide pipeline de ventes et des opportunités de croissance significatives liées à la durabilité), amélioration la MOP ajustée et maintien d'un FCF à un niveau élevé, avec un taux de conversion du cash > 90 %. Le début d'année est excellent avec un CA 1T22 à +8%pcc soulignant la forte contribution de tout le portefeuille d'activité dans toutes les régions, en particulier l'Industrie (+15,9%pcc) soutenu par les investissements dans les segments Oil&Gaz et Power & Utilities (dont renouvelables). La « Ligne Vert » représente dorénavant 58% du CA groupe.

Plus que jamais, Bureau Veritas nous semble être un bon véhicule pour jouer le verdissement de l'économie. Toute baisse du titre constitue une opportunité pour un groupe présentant de bons arguments face aux défis des prochains trimestres : 1/ des contrats indexés sur l'inflation qui permettront de compenser les hausses de salaires, 2/ une faible exposition à la Russie et à l'Ukraine (<1%), 3/ un impact des lockdowns à Shanghai qui sera limité au 2T.

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 de leurs clients grands comptes. Il intervient sur de multiples marchés dont l'Agroalimentaire, 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. BV a développé une expertise autour du développement durable (58% du CA) pour accompagner les clients dans les domaines liés à la sécurité, à l'environnement, à la responsabilité sociale et à la qualité des produits et services, tout au long de la chaîne. Ses concurrents sont SGS et Intertek.

Compte de Résultat (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	4 601,1	4 981,1	5 230,2	5 544,0
EBITDA	1 050,4	1 080,4	1 149,1	1 225,4
EBITA	615,0	801,8	856,7	923,1
Résultat Financier	-137,8	-73,3	-69,2	-42,0
RN	138,9	446,2	457,9	518,8
RN part du groupe	125,3	420,9	427,9	483,8

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	3 360,7	3 486,4	3 379,2	3 270,6
dont GW	1 942,9	2 079,1	2 079,1	2 079,1
BFR	200,6	266,5	279,9	296,7
Fonds Propres totaux	1 285,7	1 707,1	1 806,3	1 921,2
Endettement Financier net	1 329,1	1 051,4	668,5	260,6

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	573,5	731,2	874,9	930,0
CAPEX	-88,3	-114,5	-120,3	-127,5
CAF / CAPEX	-6,5	-6,4	-7,3	-7,3
Variation de BFR	149,0	-13,6	-35,0	-16,8
Pay-Out	52%	77%	79%	71%
FCF Opérationnel	634,2	603,1	719,7	785,7

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	103%	62%	37%	14%
DN/EBITDA	1,3x	1,0x	0,6x	0,2x
GW/FP	151,1%	121,8%	115,1%	108,2%
Marge d'EBITA	13,4%	16,1%	16,4%	16,7%
Marge nette	2,7%	8,4%	8,2%	8,7%
ROE	9,7%	24,7%	23,7%	25,2%
ROCE	17,3%	21,4%	23,4%	25,9%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	0,68	1,03	1,13	1,27
Dividende net	0,36	0,80	0,90	0,90
CAF / action	1,27	1,61	1,92	2,04
Actif net par action	2,76	3,63	3,79	3,96

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	20,4 €	26,1 €	24,3 €	24,3 €
PER	29,9x	25,4x	21,4x	19,2x
P / CAF	16,1x	16,2x	12,6x	11,9x
Rdt du FCF opérationnel	5,8%	4,5%	5,8%	6,5%
P / AN	7,4x	7,2x	6,4x	6,1x
VE / CA	2,4x	2,7x	2,4x	2,2x
VE / EBITDA	10,5x	12,5x	10,8x	9,8x
VE / EBITA	17,9x	16,8x	14,4x	13,0x

Source : Financière d'Uzès

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating BV	Critères FU	Notes	Controverse
<p>Echantillon constitué de 4 valeurs</p>	<p>AA score : 8,5 Stable vs préc.</p>	<p>E 24,2TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) Stress hydrique (6,9)</p> <p>S 46,2% de femmes au Comex Développement du capital humain (5,6)</p> <p>G Indépendance du CdAdm (69,2%) Comportement éthique (7,3)</p>	<p>★★★★★ ★★★★★ ★★★★★ ★★★★★ ★★★★★</p>	<p>Green</p>

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Données boursières

MNEMO / ISIN	BUR-PAR / FR0000061137
Capitalisation	879 M€
Flottant	14,4%
Extrêmes 12 m (€)	487,0€ / 770,0€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-3,8%	-5,7%	-34,2%
Perf. relative CAC Mid & Small	+4,2%	+4,9%	-22,8%



Résultats et enjeux

Au 20-06-22 sur la base d'un cours de Plastic Omnium à 16,8€, l'actif net réévalué de Burelle ressort à 1012,9M€, soit 576,3€ par action. A cette date, le cours de l'action Burelle (500,0€) fait ressortir une décote de -13% sur l'ANR.

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

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€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	7 073,2	7 233,3	8 003,3	8 977,6
EBITDA	648,0	772,0	900,3	1 076,9
EBITA	118,3	302,8	426,7	542,9
Résultat Financier	-68,5	-50,5	-70,9	-71,9
RN	-249,2	117,2	201,7	282,4
RN part du groupe	-251,1	126,4	210,9	291,6

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	3 578,3	3 722,7	3 602,2	3 465,4
dont GW	1 014,4	1 026,9	1 026,9	1 026,9
BFR	-550,4	-511,7	-566,2	-635,1
Fonds Propres totaux	1 940,3	2 044,9	2 242,1	2 484,9
Endettement Financier net	806,9	853,6	1 295,2	886,5

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	423,9	573,1	687,0	805,4
CAPEX	-374,0	-294,0	-400,2	-448,9
CAF / CAPEX	-1,1	-1,9	-1,7	-1,8
Variation de BFR	-45,0	-71,0	54,5	68,9
Pay-Out	-29%	33%	27%	33%
FCF opérationnel	4,9	208,1	341,3	425,5

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	41,6%	41,7%	57,8%	35,7%
DN/EBITDA	1,2x	1,1x	1,4x	0,8x
GW/FP	52,3%	50,2%	45,8%	41,3%
M/Ebita	1,7%	4,2%	5,3%	6,0%
Marge nette	-3,6%	1,7%	2,6%	3,2%
ROE	-12,9%	6,2%	9,4%	11,7%
ROCE	3,9%	9,4%	14,1%	19,2%

PARTICIPATIONS	Valorisation	Détention	Part du
	20-juin-22	(%)	groupe
PLASTIC OMNIUM (16,8€ au 20/06/22)	2 467 M€	59,4%	1 466 M€
+ BURELLE Participations	103 M€	100%	103,0 M€
+ SOFIPARC	243 M€	100%	243,0 M€
= Somme des participations			1 812 M€

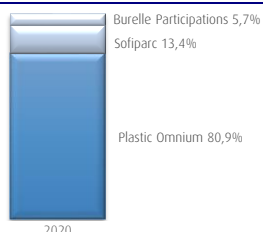
- Dette Nette (au 31/12/2021) -798,6 M€
= Actif Net Réévalué (ANR) 1 013 M€

ANR par action 576,3 €

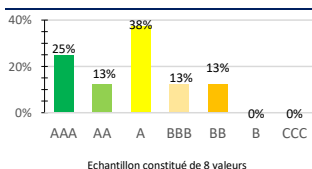
Cours de BURELLE 500,0 €
Décote actuelle -13%

Source : Financière d'Uzès

Participations de Burelle



Analyse ESG



Rating Burelle : société non notée par MSCI

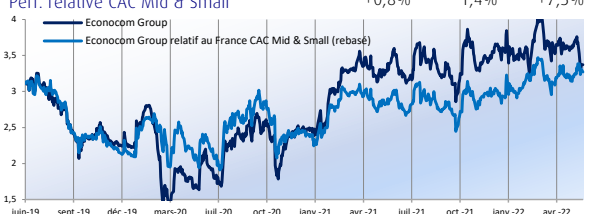
La société est un contributeur aux objectifs de Développement Durable de l'ONU -
La société a engagé une politique RSE Oui
La société s'est engagée à réduire les émissions de GES Oui

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Données boursières

MNEMO / ISIN	ECONB-BRU / BE0974313455
Capitalisation	751 M€
Flottant	43,1%
Extrêmes 12 m (€)	2,9€ / 4,1€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-7,3%	-11,9%	-4,1%
Perf. relative CAC Mid & Small	+0,8%	-1,4%	+7,3%



Résultats et enjeux

Le résultats 2021 sont contrastés entre une croissance qui peine à revenir à une forte progression du ROC et du RN : 1/ CA de 2,5Md€ (-1% après -11,3% en 2020) en raison de tensions sur les approvisionnements dans l'activité Produits et Solutions (-2,5%) et d'une plus grande sélectivité des contrats dans les Services (-3,1%) tandis que TMF renoue avec la croissance (+2,2%), 2/ ROC de 135,7M€ (+16,1%) soit une MOC à 5,4% (+0,8pt) qui bénéficie d'un plan de réduction des coûts initié en 2019 et de la profitabilité des nouveaux contrats, 3/ FCF de 20M€ et DN de 66,8M€ (vs situation de trésorerie excédentaire de 20M€ en 2020) soit 0,5x l'Ebitda.

2021 clos 2 années de recentrage du groupe autour de ses métiers clés et sur les zones à plus fort potentiel. Dans ce contexte, l'exercice 2022 devrait renouer avec la croissance (guidance de CA entre +4/+5% combinant croissance à pcc et acquisitions) et poursuivre l'amélioration du ROC. Le 1T22 à +3,2% reste encore en-deçà de l'objectif annuel mais des annonces dans le courant de l'année d'une ou plusieurs opérations de croissance externe devrait permettre d'atteindre ces niveaux cible.

Ces objectifs demeurent peu ambitieux à nos yeux. Malgré un faible niveau de valorisation du titre, nous lui préférons d'autres valeurs du secteur comme Aubay.

Activité

Econocom, ESN européenne, accompagne les sociétés dans leur transformation digitale avec une offre qui combine expertises technologiques et financières via 3 métiers 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€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	2 558,7	2 504,7	1 502,6	1 566,4
EBITDA	161,5	168,5	107,0	114,7
EBITA	120,4	133,5	86,0	92,7
Résultat Financier	-16,2	-9,8	-2,1	-1,3
RN	47,6	58,1	57,4	62,7
RN part du groupe	46,9	65,5	57,0	62,2

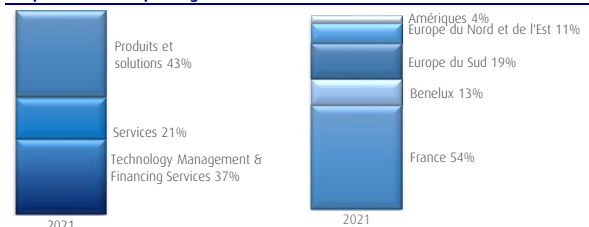
Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	864,1	844,4	844,4	844,4
dont GW	499,5	494,9	494,9	494,9
BFR	-260,7	-169,0	-151,6	-158,0
Fonds Propres totaux	473,0	444,3	467,1	489,1
Endettement Financier net	-20,3	66,8	20,0	-1,8

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	121,8	124,4	78,6	84,1
CAPEX	-17,1	-11,0	-18,0	-18,8
CAF / CAPEX	7,1	11,3	4,4	4,5
Variation de BFR	139,5	-22,0	17,4	-6,4
Pay-Out	66%	47%	65%	65%
FCF Opérationnel	244,2	91,4	78,0	58,8

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	-4%	15%	4%	0%
DN/EBITDA	-0,1x	0,4x	0,2x	0,0x
GW/FP	105,6%	111,4%	106,0%	101,2%
Marge d'EBITA	4,7%	5,3%	5,7%	5,9%
Marge nette	1,8%	2,6%	3,8%	4,0%
ROE	9,9%	14,7%	12,2%	12,7%
ROCE	20,0%	19,8%	12,4%	13,5%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	0,28	0,30	0,25	0,28
Dividende net	0,14	0,14	0,17	0,18
CAF / action	0,52	0,59	0,38	0,40
Actif net par action	2,24	2,40	2,52	2,64

CA par activité et par région



Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	2,2 €	3,3 €	3,4 €	3,4 €
PER	7,7x	11,0x	13,2x	12,1x
P / CAF	4,3x	5,5x	9,0x	8,4x
Rdt du FCF opérationnel	40,5%	11,5%	10,2%	7,9%
P / AN	1,0x	1,4x	1,3x	1,3x
VE / CA	0,2x	0,3x	0,5x	0,5x
VE / EBITDA	3,7x	4,7x	7,2x	6,5x
VE / EBITA	5,0x	6,0x	8,9x	8,0x

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating Econocom	Critères FU	Notes	Controverse
		E 1,2TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) S Stress hydrique (n.d) 42,9% de femmes au Comex Développement du capital humain (2,8)	 	
		G Indépendance du CdAdm (28,6%) Comportement éthique (5,3)	 	

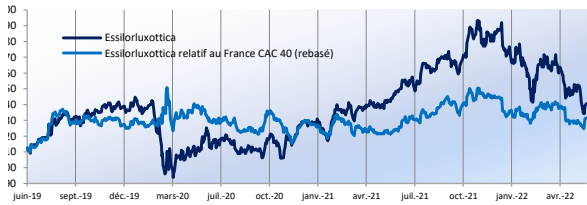
Source : MSCI, Financière d'Uzès

Source : Financière d'Uzès

Données boursières

MNEMO / ISIN	EL-PAR / FR0000121667
Capitalisation	62 223 M€
Flottant	32,7%
Extrêmes 12 m (€)	134,2€ / 193,4€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-4,1%	-14,9%	-5,9%
Performance relative CAC40	+1,7%	-4,4%	+3,9%



Résultats et enjeux

Le CA 2021 ressort à 19,82Md€ en intégrant GrandVision pour 6 mois, soit une hausse de +40% vs 2020 et +20% vs 2019, après un excellent T4 (+11%pcc). Hors GV, l'activité croît de +8.0% pcc vs 2019, soit le haut de fourchette des prévisions. L'EBIT ajusté pro forma groupe s'élève à 3,27M€ soit une MOP de 16.5% et 17% sur l'ancien périmètre hors GV, conforme aux attentes (vs 16.2% en 2019 et 9.5% en 2020).

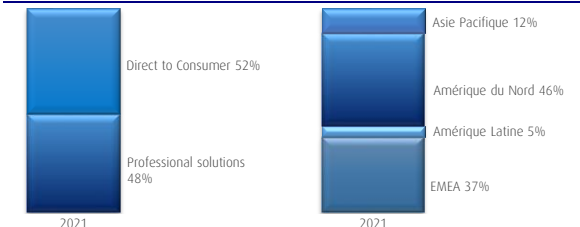
La DN au 31/12 ressort à 9.7M€ dont 6.6 Md€ hors IFRS16, traduisant le coût des acquisitions, dont principalement GrandVision, pour 7Md€.

Pour 2022, les objectifs ne sont pas chiffrés mais la tonalité est confiante avec un bon T1 (+38% et +11.5%pcc) et une croissance forte de toutes les régions du monde hors l'Asie/Pacifique (nouvelle vague pandémique en Inde et Chine). Nous comprenons que la croissance ne devrait pas dévier de sa tendance de MT, soit autour de +5%, avec une progression visible de la marge d'EBIT ajusté (synergies Essilor Luxottica encore en cours de réalisation). L'exposition à la Russie et à l'Ukraine est négligeable (< 1% CA).

Les engagements de MT sont en revanche révisés à la hausse, soit pour la période 2022/2026 : 1/croissance moyenne du CA d'~+5%/an (effet volume + prix mix + bolt-on), 2/MOP à horizon 2026 de 19% à 20% vs MOP cible 17.2% à 17.6% dans le précédent BP 2019/23 : i/synergies Essilor/Luxottica relevées en haut de fourchette, soit 600M€ (vs 420M€ en bas de fourchette) dont 250M€ à réaliser sur 2022/23, ii/levier opérationnel attendu très significatif sur Grandvision : une acquisition jugée essentielle pour assurer une présence indispensable et forte en Europe, et permettre une approche omnicanale incontournable pour guider le consommateur, iii/ la marge brute en revanche est attendue stable (pro forma 2021: 63.4%). Aucun détail n'est donné en revanche sur le rythme d'appréciation de la marge dont l'évolution sera fonction des volumes d'activité, du rythme de mise en œuvre des synergies et des investissements à conduire pour tirer la croissance.

L'histoire reste séduisante avec l'intégration en année pleine de Grandvision qui permettra d'extérioriser une croissance de l'activité et des marges >17% en 2022. Le CMD du 14/09/2022 sera l'occasion pour le groupe de revenir sur les sous-jacents du métier et les leviers futurs de croissance (myopie, lunette intelligente...).

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€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	14 429	19 820	23 365	24 533
EBITDA	2 588	5 740	6 006	6 557
EBIT	1 375	3 279	3 895	4 340
Résultat Financier	-147	-127	-163	-139
RN part du Groupe	788	2 206	2 522	2 851

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	38 181	49 651	45 895	45 028
dont GW	22 658	29 412	29 412	29 412
BFR	2 132	2 582	2 806	2 947
Fonds Propres totaux	32 799	35 998	37 574	39 391
Endettement Financier net	3 212	9 723	8 162	5 792

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	2 001	4 667	4 633	5 068
CAPEX	650	1 030	1 285	1 349
CAF / CAPEX	3,1	4,5	3,6	3,8
Variation de BFR	-675	450	224	140
Pay-Out	1,2	0,5	0,5	0,5
FCF opérationnel	2 026	3 187	3 124	3 578

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	10%	27%	21,7%	14,7%
DN/EBITDA	124%	169%	135,9%	88,3%
GW/FP	69%	82%	78,3%	74,7%
M/EBIT	9,5%	16,5%	16,7%	17,7%
Marge nette	5,5%	11,1%	10,8%	11,6%
ROE	2,4%	6,3%	6,9%	7,5%
ROCE	3,4%	6,3%	8,0%	9,0%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA retraité	1,8	5,0	5,7	6,4
Dividende net	2,2	2,5	2,7	3,1
CAF / action	4,6	10,5	10,5	11,5
Actif net par action	73,8	79,5	82,7	86,4

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	118,3 €	154,2 €	140,6 €	140,6 €
PER	65,7	30,9	24,7	21,8
P / CAF	25,9	14,6	13,4	12,3
Rdt du FCF opérationnel	3,7%	4,1%	4,4%	5,3%
P / AN	1,6	1,9	1,7	1,6
VE / CA	3,8	3,9	3,0	2,8
VE / EBITDA	21,2	13,6	11,7	10,4
VE / EBIT	40,0	23,8	18,1	15,7

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating EssilorLuxo	Critères FU	Notes	Controverse
		E 42,1TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) S Stress hydrique (10) 42,9% de femmes au Comex G Développement du capital humain (5) Indépendance du CdAdm (71,4%) Comportement éthique (7,9)		

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Source : Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

EUROFINS SCIENTIFIC

Secteur : Services aux entreprises

Cours au 20/06/2022

72,1 €

Objectif

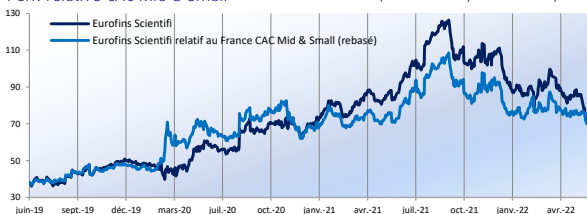
96,7€ (+34,2%)

Données boursières

MNEMO / ISIN	ERF-PAR / FR0000038259
Capitalisation	13 858 M€
Flottant	66,6%
Extrêmes 12 m (€)	72,1€ / 126,4€

Performance (%)

	1m	3m	12m
Perf. absolue	-15,7%	-23,2%	-22,0%
Perf. relative CAC Mid & Small	-7,6%	-12,7%	-10,5%



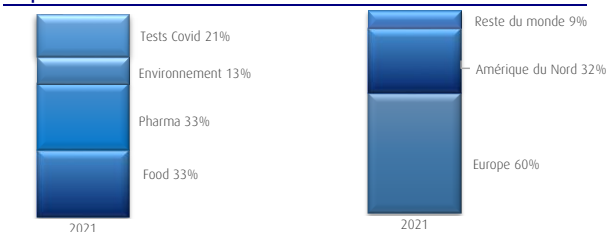
Résultats et enjeux

Les résultats 2021, supérieurs aux guidances, sont encourageants pour la suite : 1/ CA à 6,72Md€ (+21,7pcc) dont 79% liés aux activités Core business - hors revenus des tests cliniques et des réactifs liés au COVID-19 - (+12,3%pcc > à la guidance LT de 5%) et 21% aux activités Covid (+18,7% > à la guidance), 2/ EBITDA ajusté à 1,9Md€ (+35% vs 2021 et > +11,9% à la guidance) soit une MOP de 28,6% (+230pbs) vs une guidance de 26,8%, 3/ FCF de 1Md€ (+16%) > +45% à la guidance.

Le CA 1T22 ressort à +1,1% pcc, impacté par la baisse des revenus liés au COVID (notamment en Europe) de -100M€ à 300 M€ alors que les activités Core demeurent soutenues (+6,5% pcc) malgré le contexte perturbé par la vague Omicron (restrictions de confinement et absence des employés dans un certain nombre de zones géographiques). Ces dernières ont profité d'une forte dynamique dans la plupart des activités (à l'exception de l'Environnement en raison du Covid et de conditions météo défavorables), en particulier dans les domaines de la biopharma, de la génomique et en Asie.

La contribution de ces activités au CA devrait s'intensifier (forte dynamique d'innovation dans les biotechs soutenue par les levées de fond de ces dernières années) et conduit le management à relever la guidance de croissance organique LT à +6,5% (vs +5% préc.). Par ailleurs, anticipant une activité plus dynamique de l'activité Covid que visée init., le groupe relève marginalement sa guidance 2022 comme suit : 1/ CA de 6,325Md€ dont 400M€ de CA Covid (6,225Md€ et 300M€ de CA Covid init.). Estimation qui nous paraît encore prudente mais justifiée par la difficulté à anticiper les décisions locales de tests et par une pression sur les prix des tests, 2/ EBITDA ajusté de 1,525Md€ (1,5Md€ init.), 3/ FCF de 865M€ (850M€ init.). Sur 2023 et 24, les guidances, hors Covid et M&A, restent inchangées : 1/CA respectivement de 6,22 et 6,55Md€, 2/ EBITDA ajusté de 1,575 et 1,725Md€, 3/ FCF de 900 et 950M€. Sur la prochaine décennie, l'Asie reste un objectif clé pour le groupe qui d'ores et déjà, multiplie les opérations de M&A dans cette zone. Ces dépenses devraient s'intensifier dès les prochains trimestres pour atteindre plus de 350M€/an pour un CA visé de 250M€/an selon le 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€)

	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	5 438,8	6 717,6	6 517,6	6 832,8
EBITDA	1 412,7	1 901,5	1 564,2	1 612,5
EBITA	1 023,6	1 472,6	1 166,9	1 194,1
Résultat Financier	-107,7	-203,7	-210,3	-223,0
RN	707,5	1 043,4	684,0	695,9
RN part du groupe	706,5	1 043,0	684,0	695,9

Bilan (M€)

	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	6 057,3	7 013,3	7 282,3	7 552,1
dont GW	3 524,1	4 115,1	4 365,1	4 615,1
BFR	123,8	163,6	158,7	166,4
Fonds Propres totaux	3 716,4	4 677,1	5 020,9	5 364,1
Endettement Financier net	2 171,3	2 238,8	2 402,0	2 580,1

Financement (M€)

	2020	2021	2022e	2023e
CAF	1 271,9	1 520,1	1 262,0	1 303,3
CAPEX	-350,3	-494,7	-456,2	-478,3
CAF / CAPEX	-3,6	-3,1	-2,8	-2,7
Variation de BFR	-48,4	-5,3	4,9	-7,7
Pay-Out	19%	19%	32%	35%
FCF Opérationnel	873,2	1 020,1	810,6	817,3

Ratios de structure

	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	58%	48%	48%	48%
DN/EBITDA	1,5x	1,2x	1,5x	1,6x
GW/FP	94,8%	88,0%	86,9%	86,0%
Marge d'EBITA	18,8%	21,9%	17,9%	17,5%
Marge nette	13,0%	15,5%	10,5%	10,2%
ROE	19,0%	22,3%	13,6%	13,0%
ROCE	16,6%	20,5%	15,7%	15,5%

Données par action (€)

	2020	2021	2022e	2023e
BPA	3,61	5,20	3,41	3,47
Dividende net	0,68	1,00	1,10	1,21
CAF / action	6,83	7,94	6,59	6,81
Actif net par action	19,82	24,27	26,06	27,86

Ratios boursiers

	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	58,1 €	96,0 €	72,1 €	72,1 €
PER	16,1x	18,5x	21,1x	20,8x
P / CAF	8,5x	12,1x	10,9x	10,6x
Rdt du FCF opérationnel	6,7%	4,9%	5,0%	5,0%
P / AN	2,9x	4,0x	2,8x	2,6x
VE / CA	2,4x	3,1x	2,5x	2,4x
VE/ EBITDA	9,2x	10,8x	10,4x	10,2x
VE/ EBITA	12,7x	14,0x	13,9x	13,7x

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating Eurofins	Critères FU	Notes	Controverse
		E 7,9TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) Stress hydrique (5,7)		
		S 50,0% de femmes au Comex Développement du capital humain (1,3)		
		G Indépendance du CdAdm (62,5%) Comportement éthique (6,6)		

Source : MSCI, Financière d'Uzès

FAURECIA

Secteur : Equipementiers Automobiles

Cours au 20/06/2022

20,9 €

Objectif

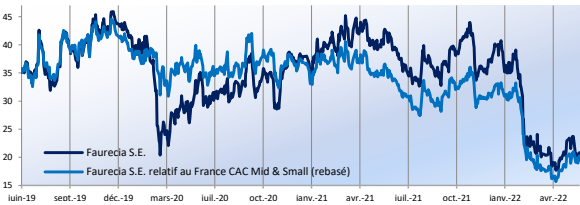
30,7€ (+47,3%)

Données boursières

MNEMO / ISIN	EO-PAR / FR0000121147
Capitalisation	4 111 M€
Flottant	74,5%
Extrêmes 12 m (€)	17,7€ / 44,0€

Performance (%)

	1m	3m	12m
Perf. absolue	-0,5%	-7,9%	-46,6%
Perf. relative CAC Mid & Small	+7,5%	+2,6%	-35,1%

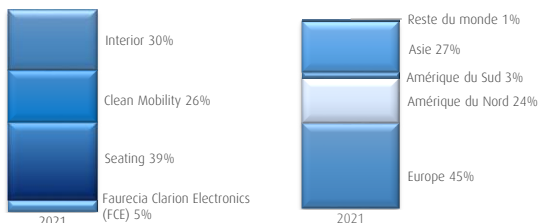


Résultats et enjeux

Les résultats 2021 (CA à 15,6Md€ (+8,8%pcc soit une surperformance de +500pbs), MOP de 5,5% (+260pbs), FCF à 317M€) ont été obtenus dans un contexte rendu difficile par 1/ une forte volatilité de la production automobile, entre un 15 en fort rebond dans un contexte de redressement du marché mondial (+30% malgré les 1ers impacts de la pénurie de semi-conducteurs) et un 25 confronté à l'accélération de cette pénurie qui a engendré un recul de la production mondiale (-14%), 2/ des difficultés opérationnelles dans les Sièges. L'intensité de ces 2 éléments ont conduit Faurecia à communiquer par 2x sur un profit warning. Il réussit néanmoins à limiter les impacts par des actions de flexibilisation, d'optimisation des coûts. 2022 s'annonce encore complexe, accentué par les restrictions en Chine liées au Covid-19 et la guerre en Ukraine qui perturbe les chaînes d'approvisionnement. Le groupe se veut prudent avec des prévisions de marché (+1,1%) < à celles de S&P Global Mobility (+5,3%). Pour autant, il bénéficiera de l'intégration sur 11 mois d'Hella (détenu à 81,6% pour 5,4Md€). La nouvelle entité, nommée Forevia, se hisse au 7ème rang des équipementiers mondiaux et permet à Faurecia de diminuer son exposition aux moteurs thermiques (10 % de son CA 2025 vs 25 % en 2020) tout en se renforçant dans l'électronique et les logiciels. Lors du CA1T22 (+33% dont 2 mois d'Hella, +1,1%pcc), le groupe a partagé les objectifs 2022 de Forevia (CA entre 23/24Md€, MOP entre 4 / 5%, FCF à l'équilibre) et confirmé ceux de 2025 (CA >33Md€, MOP >8,5%, FCF à 1,75Md€, ratio DN/EBITDA de 1x) avec néanmoins un relèvement des objectifs de synergies de coûts (>250M€ vs 200M€ init.) pour intégrer un contexte dégradé alors que les synergies de revenu sont inchangées (300-400M€ d'ici 2025).

La visibilité à CT sur le secteur reste faible. L'amélioration des conditions d'exploitation sera progressive mais la récente annonce d'une AK pour 705M€ pour financer l'opération (< aux 1Md€ annoncés init.) et les mesures prises pour flexibiliser la structure financière (suspension exceptionnelle du versement du dividende 2022, cessions d'actifs revues à 1Md€ vs 0,5Md€ init., renégociation des clauses d'engagement bancaires) sont de nature à desserrer la pression baissière sur le titre.

CA par activité et zone géographique



Activité

Avec le rachat de 80% de l'allemand Hella, Faurecia, spécialiste des sièges, des tableaux de bord et des systèmes de dépollution, acquiert de nouvelles compétences, notamment dans l'éclairage, et réduit son exposition aux moteurs thermiques pour se développer davantage sur le marché de la voiture électrique. Ainsi, la combinaison des 2 entités constitue un nouveau géant de l'automobile baptisé Forvia qui devient, avec 6 activités et 24 lignes de produits, le 7ème équipementier au monde avec un CA >20Md€. Il ambitionne d'atteindre un CA de 33Md€ en 2025 dont 7Md€ sur la partie électronique.

Compte de Résultat (M€)

	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	14 653,8	15 617,8	17 889,7	19 880,5
EBITDA	1 678,8	2 109,6	2 881,4	3 567,7
EBITA	406,2	861,7	1 007,8	1 505,6
Résultat Financier	-222,8	-254,5	-455,4	-619,0
RN	-436,1	-173,8	-20,6	115,9
RN part du groupe	-378,8	-78,8	98,0	251,6

Bilan (M€)

	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	9 472,3	9 789,6	15 175,5	15 154,4
dont GW	2 195,9	2 236,2	2 236,2	2 236,2
BFR	-1 702,5	-1 786,0	-2 324,3	-2 387,7
Fonds Propres totaux	3 727,1	3 815,4	3 859,5	4 039,7
Endettement Financier net	3 128,0	3 466,7	9 122,0	8 424,2

Financement (M€)

	2020	2021	2022e	2023e
CAF	1 482,2	1 678,8	2 579,1	3 116,0
CAPEX	-1 098,0	-1 200,0	-1 769,0	-2 023,8
CAF / CAPEX	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5
Variation de BFR	-95,0	-19,0	-538,3	-63,4
Pay-Out	-36%	-219%	211%	99%
FCF Opérationnel	289,2	459,8	271,8	1 028,8

Ratios de structure

	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	84%	91%	236%	209%
DN/EBITDA	1,9x	1,6x	3,2x	2,4x
GW/FP	0,6	0,6	0,6	0,6
Marge d'EBITA	2,8%	5,5%	5,6%	7,6%
Marge nette	-2,6%	-0,5%	0,5%	1,3%
ROE	-10,2%	-2,1%	2,5%	6,2%
ROCE	5,2%	10,8%	7,8%	11,8%

Données par action (€)

	2020	2021	2022e	2023e
BPA	-0,32	0,88	1,33	3,06
Dividende net	1,00	1,25	1,50	1,80
CAF / action	10,74	12,21	18,75	22,66
Actif net par action	24,60	24,84	24,30	24,62

Ratios boursiers

	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	37,0 €	42,7 €	20,9 €	20,9 €
PER	-116,4x	48,3x	15,6x	6,8x
P / CAF	3,4x	3,5x	1,1x	0,9x
Rdt du FCF opérationnel	3,5%	4,5%	2,1%	8,3%
P / AN	1,5x	1,7x	0,9x	0,8x
VE / CA	0,6x	0,7x	0,5x	0,5x
VE / EBITDA	5,6x	4,9x	4,5x	3,5x
VE / EBITA	23,1x	12,0x	12,9x	8,2x

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating Faurecia	Critères FU	Notes	Controverse
		E 43,4TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) S Stress hydrique (5,1) 33,3% de femmes au Comex Développement du capital humain (7) G Indépendance du CdAdm (83,3%) Comportement éthique (7,3)		

Données boursières

MNEMO / ISIN	GLO-PAR / FR0000066672
Capitalisation	504 M€
Flottant	27,6%
Extrêmes 12 m (€)	12,2€ / 20,0€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-6,1%	-2,8%	+13,0%
Perf. relative CAC Mid&Small	+1,9%	+7,8%	+24,5%



Résultats et enjeux

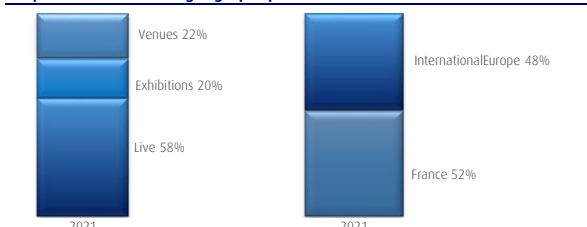
2020 et 2021 auront été 2 années douloureuses avec un manque à gagner important en CA et en Ebitda, mais sans avoir amputé l'outil de production ni les forces vives de l'entreprise. De fait, dès la levée des contraintes en Europe en septembre et octobre 2021 en Amérique Latine, la reprise a été forte.

Sur 2021, le groupe remplit ses objectifs en termes d'activité avec un CA de 741M€ (-36% vs 2019) dont 72% réalisé au S2. Il fait mieux en termes de résultat avec le retour à une rentabilité positive, un Ebitda hors IFRS de 120M€ (-34,5% vs 2019), un ROC hors IFRS de 64M€ (-48% vs 2019) après 46M€ de mesures de soutien du gouvernement et par division i/ un pôle Live (prestations logistiques et événementielles) solide traduisant le retour à un niveau de marge satisfaisant et un ROC positif de 22M€ (MOC 5% vs 6,2%/2019), ii/ un pôle Exhibition alimenté par la bonne contribution des salons chinois et la tenue de salons majeurs en Europe au S2 (Sirha, Global Industrie...) qui ont par ailleurs soutenu la rentabilité (22,4% vs 19,9%/2019 pour un ROC contributif de 32M€), 3/ un pôle Venue encore très pénalisé par les fermetures administratives, affichant un ROC limité à 10M€ (vs 43M€/2019).

La liquidité reste satisfaisante à 629M€ au 31/12. La DN (avant IFRS 16) revient à 566 M€ après AK de Nexus Point (77 M€). Le dividende est supprimé.

Après un T1 encourageant (220M€, x2,3 vs 2021, +3,3% vs 2020), les objectifs sont réitérés, soit i/ un CA >+30% (>965M€), tiré par une levée progressive des contraintes sanitaires et un S2 riche en Jumbo events (plus de 100 M€ de CA déjà sécurisés sur la coupe du monde au Qatar, les jeux du Commonwealth, la COP27 en Egypte...), ii/ -20/-30M€ d'économies de coûts fixes préservés vs 2019 ; iii/un cash-flow op. attendu autour de 100 M€. La principale incertitude tient à la situation sanitaire chinoise et la capacité de GL Events à tenir ou non ses salons localement (report/délocalisation) dont la rentabilité est de très loin la plus forte du groupe (MOP Salons chinois à 35% vs 20% pour le Sirha et 7% pour les salons et événements courants). La levée progressive des mesures de confinement à Shanghai et Pékin est un signal positif.

CA par activité et zone géographique



Activité

GL Events est un acteur majeur de l'ingénierie et de la logistique événementielle en Europe avec une offre intégrée sur les trois grands métiers du secteur : les services aux événements, la gestion d'espaces, la conception et l'organisation de salons et expositions à destination des professionnels et du grand public. Durement éprouvé par la crise sanitaire qu'il a traversé sans rien sacrifier de ses capacités opérationnelles, le groupe se dit à nouveau en ordre de marche pour 2022, sous réserve de l'évolution de la situation sanitaire et géopolitique.

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€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	479,4	741,2	1 010,1	1 172,9
EBITDA	-21,1	120,3	144,0	191,3
EbitA	-79,9	59,7	77,7	118,9
Résultat Financier	-13,5	-13,8	-12,0	-10,0
RN part du groupe	-74,4	18,1	32,7	54,7

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	1 690,4	1 756,2	1 211,1	1 234,2
dont GW	730,8	775,2	775,2	775,2
BFR	-134,3	-172,4	-247,2	-292,5
Fonds Propres totaux	394,1	525,5	571,0	761,7
DN hors obligation locative	680,0	566,3	545,1	398,5

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	-36,0	80,3	94,4	122,6
CAPEX	36,9	54,8	60,0	65,0
CAF / CAPEX	-1,0	1,5	1,6	1,9
Variation de BFR	100,7	-38,1	0,0	0,0
Pay-Out	0%	0%	0%	0%
FCF opérationnel	-173,5	63,6	34,4	57,6

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP (hors IFRS16)	288%	108%	95%	52%
DN/EBITDA	-53,9x	4,7x	3,8x	2,1x
GW/FP	185,4%	148%	136%	102%
M/EBIT	-16,7%	8,0%	7,7%	10,1%
Marge nette	-15,5%	2,4%	3,2%	4,7%
ROE	-23,5%	4,5%	8,9%	10,2%
ROCE	-4,3%	4,0%	7,2%	11,3%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	-2,53	0,51	1,09	1,83
Dividende net	0,00	0,00	0,00	0,00
CAF / action	-1,20	2,68	3,15	4,09
Actif net par action	10,79	11,11	12,20	17,86

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	12,8 €	14,5 €	16,8 €	16,8 €
PER	-5,0x	28,6x	15,4x	9,2x
P / CAF	-10,6x	5,4x	5,3x	4,1x
Rdt du FCF opérationnel	-11,4%	6,4%	3,3%	6,4%
P / AN	1,2x	1,3x	1,4x	0,9x
VE / CA	3,2x	1,3x	1,0x	0,8x
VE/ EBITDA	-72,1x	8,3x	7,3x	4,7x
VE/ EBIT	-19,0x	16,8x	13,5x	7,6x

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating GL Events : société non notée par MSCI	
<p>Echantillon constitué de 2 valeurs</p>	<p>La société est un contributeur aux objectifs de Développement Durable de l'ONU</p> <p>La société a engagé une politique RSE</p> <p>La société s'est engagée à réduire les émissions de GES</p>	<p>Oui</p> <p>Oui</p> <p>Oui</p>

Source : MSCI, Financière d'Uzès

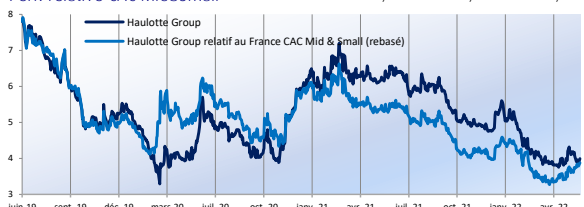
Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

Données boursières

MNEMO / ISIN	PIG-PAR / FR0000066755
Capitalisation	125 M€
Flottant	35,8%
Extrêmes 12 m (€)	3,8€ / 6,5€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+3,6%	-5,0%	-36,9%
Perf. relative CAC Mid&Small	+11,7%	+5,5%	-25,4%



Résultats et enjeux

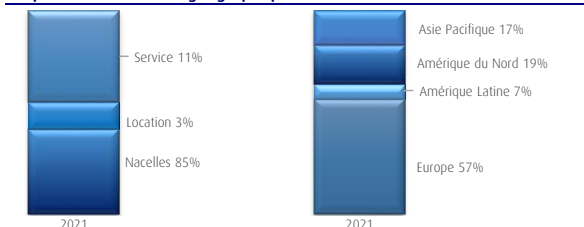
Les résultats 2021 rebondissent comme attendu avec pour autant une forme de déception au regard de l'avance prise au S1 et de l'importance du carnet de commandes. Le CA ressort à 495,8M€ (+13.4% après une chute de -28% en 2020), le ROC à 17.2M€ et 3.5% du CA (+70pb), en ligne avec les objectifs de l'année (entre 3% et 4%) mais toujours très en deçà des niveaux de 2019 (5.6%), le RN positif de 7.9M€ après une perte de -26M€ en 2020. De fait, les difficultés croissantes d'approvisionnement en composants et la hausse des coûts matières (surcoûts de 12M€ non répercutés avec en pratique très peu de couverture sur le prix des composants) ont pesé sur la performance industrielle et les marges au S2, lesquelles ont été divisées par 2 d'un semestre à l'autre (MOP S1 : +4,7%/ MOP S2 2.3%).

Pour 2022, la bonne dynamique commerciale observée partout dans le monde et confirmée au T1 (CA 135.8M€, +25%cc), le retour à l'investissement des loueurs et le bon niveau du carnet de commandes (livraisons 2023) sont des éléments positifs conduisant le groupe à maintenir son objectif de 20% de croissance sur l'année. Il n'est en revanche plus en mesure de confirmer son objectif de MOP (attendue stable sur l'année) du fait du prolongement des incertitudes à même de remettre en question le redressement espéré des marges au S2 (S1 attendu faible en raison de la hausse des prix des composants et des coûts logistiques sur un carnet de commandes déjà contractualisé).

Les enjeux à adresser sont de taille : 1/la maîtrise des coûts et la capacité du groupe à répercuter les hausses dans un environnement sous fortes pressions concurrentielles (chinoise en particulier avec des constructeurs désormais présents sur toute la gamme, partout dans le monde), 2/la montée en cadence de la production, conditionnée à la fluidité de la supply chain, 3/l'optimisation du BFR qui fait plus qu'absorber la génération de cash-flow.

La taille du groupe et les pressions de la concurrence rendent les négociations et la répercussion des coûts difficile. Rester à l'écart avec en perspective un faible S1 et un S2 « à risque ».

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€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	438,5	497,3	596,7	644,5
EBITDA	28,2	37,0	40,3	49,5
EBIT	3,9	12,0	16,5	23,8
Résultat Financier	-19,5	4,1	-5,0	-6,0
RN part du Groupe	-26,1	7,9	8,2	12,7

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	174,0	184,0	184,3	183,6
dont GW	18,4	13,0	13,0	13,0
BFR	262,7	236,8	284,2	306,9
Fonds Propres	218,9	224,2	230,8	241,9
Endettement Financier net	182,6	185,9	226,6	237,4

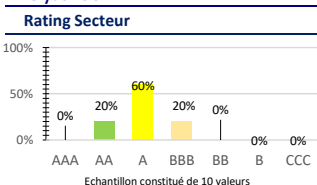
Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	14,3	26,4	32,1	38,6
CAPEX	29,0	33,8	24,0	25,0
CAF / CAPEX	0,5	0,8	1,3	1,5
Variation de BFR	-5,8	-25,9	47,4	22,7
Pay-Out	0,0	0,2	0,2	0,2
FCF opérationnel	-8,8	18,5	-39,2	-9,1

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	83%	83%	98%	98%
DN/EBITDA	369%	659%	612%	589%
GW/FP	8,4%	5,8%	5,6%	5,4%
M/EBIT	0,9%	2,4%	2,8%	3,7%
Marge nette	-5,9%	1,6%	1,4%	2,0%
ROE	-11,9%	3,5%	3,5%	5,3%
ROCE	0,9%	2,8%	3,5%	4,8%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	-0,83	0,25	0,26	0,41
Dividende net	0,00	0,05	0,05	0,08
CAF / action	0,46	0,85	1,03	1,24
Actif net par action	7,01	7,13	7,34	7,67

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	4,6 €	5,9 €	4,0 €	4,0 €
PER	-5,5	23,4	15,3	9,8
P / CAF	10,1	7,0	3,9	3,2
Rdt du FCF opérationnel	-2,6%	4,9%	-10,9%	-2,5%
P / AN	0,7	0,8	0,5	0,5
VE / CA	0,8	0,8	0,6	0,6
VE / EBITDA	11,8	10,2	8,9	7,5
VE / EBIT	86,3	31,5	21,8	15,6

Analyse ESG



Rating Haulotte : 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
La société s'est engagée à réduire les émissions de GES

Non *
Oui
Oui

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

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Données boursières

MNEMO / ISIN	hexa-PAR / FR0004159473
Capitalisation	178 M€
Flottant	41,9%
Extrêmes 12 m (€)	24,1€ / 52,2€

Performance (%)

	1m	3m	12m
Perf. absolue	-10,8%	-27,3%	-45,3%
Perf. relative CAC Mid&Small	-2,7%	-16,7%	-33,9%



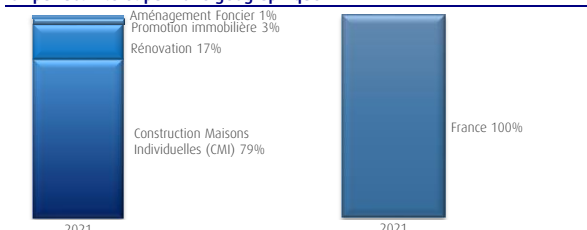
Résultats et enjeux

Après un 1S21 de qualité et malgré un 2S décevant, en-deçà des attentes de la direction sur la Construction de Maisons Individuelles (CMI), les résultats 2022 ressortent en progression : 1/ le CA à 997M€ (+13,1%) souffre sur le 2S de la CMI (-6,4%, après +14,8% au 1S, en lien avec l'allongement des délais de mise en production faute de matériaux disponibles) et de la Rénovation sur la branche BTB (-7,6%, activité toujours en cours de redressement), 2/ le ROC à 34,5M€ (+18,6%), soit une MOP de 3,5% (+0,2pts), bénéficie de la forte relution des activités de Promotion et d'Aménagement Foncier qui compense la moindre rentabilité sur CMI (MOP de 3,5% (-0,2pt) pénalisée par la hausse des frais fixes pour soutenir la croissance de 2022) et sur la Rénovation (MOP de 1,3% (-0,4pt) pénalisée par le BTB), 3/ le RN ressort à 22,7M€ (+15,2%), 4/ la structure financière est solide avec un excédent net de trésorerie de 57M€ (+27,8M€).

Dans un contexte conjoncturel complexe, la direction ne donne pas d'objectif chiffré. La croissance sur l'exercice semble assurée sur l'ensemble des segments d'activité au regard des carnets de commandes : 1/ CMI : CA attendu autour de +15%, soit < aux prises de commandes 2021 à +30% en valeur pour prendre en compte l'allongement des délais, 2/ Rénovation : croissance du CA pour le B2C, plus modérée pour le BTB grâce aux aides gouvernementales, 3/ Promotion et Aménagement Foncier : poursuite de la croissance). En revanche, le véritable enjeu pour le groupe sera les marges dont la préservation repose sur une plus grande sélectivité des prises de commandes, et la bonne gestion des coûts de construction et de l'allongement des délais.

La publication du 1T21 (CA à +13%) valide nos hypothèses de croissance pour 2022 ainsi qu'un ralentissement dans les prises de commandes (en lien avec la hausse des taux et le durcissement des conditions d'octroi des crédits immobiliers). Dans un contexte particulièrement difficile, nous réitérons notre confiance à l'égard d'un management qui a par le passé déjà fait preuve de sa capacité à gérer les crises.

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€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	881,8	997,0	1 128,7	1 191,5
EBITDA	44,0	48,8	55,6	66,9
EBITA	29,1	34,5	39,4	49,8
Résultat Financier	-0,4	-0,7	0,0	0,0
RN	19,7	22,7	28,6	36,1
RN part du groupe	19,9	21,6	28,6	36,1

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	212,3	203,8	195,8	188,8
dont GW	132,4	122,9	122,9	122,9
BFR	-19,7	-15,3	11,3	14,2
Fonds Propres totaux	209,0	229,5	249,5	274,6
Endettement Financier net	-29,5	-57,3	-58,6	-87,8

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	33,9	39,2	44,6	53,1
CAPEX	-4,4	-6,2	-8,2	-10,0
CAF / CAPEX	-7,7	-6,3	-5,4	-5,3
Variation de BFR	-15,8	-12,1	-26,6	-3,0
Pay-out	30,9%	39,6%	38,4%	34,1%
FCF Opérationnel	13,7	20,9	9,9	40,1

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	-14%	-25%	-24%	-32%
DN/EBITDA	-0,7	-1,2	-1,1	-1,3
GW/FP	63,3%	53,6%	49,3%	44,7%
Marge d'EBITA	3,3%	3,5%	3,5%	4,2%
Marge nette	2,3%	2,2%	2,5%	3,0%
ROE	9,5%	9,4%	11,4%	13,1%
ROCE	15,1%	18,3%	19,0%	24,5%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	2,91	3,15	4,17	5,27
Dividende net	0,90	1,25	1,60	1,80
CAF / action	4,95	5,73	6,52	7,75
Actif net par action	30,35	33,26	36,18	39,86

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	31,8 €	42,7 €	25,6 €	25,6 €
PER	10,9x	13,5x	6,1x	4,9x
P / CAF	6,4x	7,5x	3,9x	3,3x
Rdt du FCF opérationnel	7,1%	8,1%	8,0%	42,2%
P / AN	1,0x	1,3x	0,7x	0,6x
VE / CA	0,2x	0,3x	0,1x	0,1x
VE / EBITDA	4,4x	5,3x	2,2x	1,4x
VE / EBITA	6,6x	7,4x	3,2x	1,9x

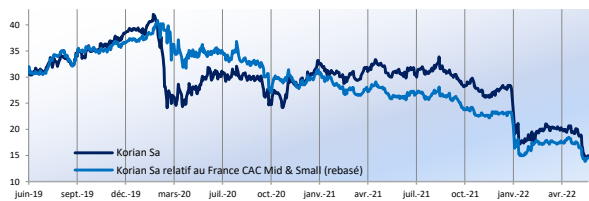
Analyse ESG

Rating Secteur	Rating Hexaom : société non notée par MSCI
<p>AAA 100% AA 0% A 0% BBB 0% BB 0% B 0% CCC 0%</p> <p>Echantillon constitué de 1 valeurs</p>	<p>La société est un contributeur aux objectifs de Développement Durable de l'ONU</p> <p>La société a engagé une politique RSE</p> <p>La société s'est engagée à réduire les émissions de GES</p>
	- Oui Oui

Données boursières

MNEMO / ISIN	KORI-PAR / FRO010386334
Capitalisation	1 580 M€
Flottant	55%
Extrêmes 12 m (€)	14,2€ / 33,9€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-23,6%	-25,4%	-51,0%
Perf. relative CAC Mid&Small	-15,5%	-14,9%	-39,6%



Résultats et enjeux

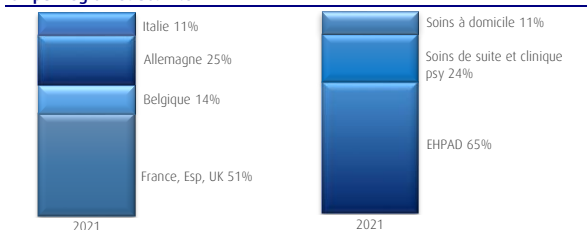
Les résultats 2021 sont conformes aux attentes. Le CA atteint 4311 M€ (+11,3% et +5,9% pcc dont +3,8% de mix-prix) avec un redressement des TO en EHPAD (90%/décembre). L'EBITDA ressort à 1009M€ en IFRS16, la marge d'EBITDA à 23,4% (+120pb et +30pb hors IFRS), après impact du Plan Ségur de la Santé pour -100pb : 1 / gains sur la politique de rachat des murs des établissements (25% de l'immobilier en propre), 2/ care mix et compensations covid, 3/ montée en puissance des nouveaux établissements au Pays-Bas. Le FCF est un peu faible en raison de lourds investissements dans le réseau. Le levier DN/EBITDA en revanche se maintient à 3,1x (vs 3x) alors que se construit progressivement une valeur d'actif immobilier (3,1Md€, +18% sur la base d'un taux de capitalisation à 5.32%).

Le début d'exercice est solide (CA T1 à 1094 M€, +7.4%), en ligne avec les objectifs annuels d'une croissance de +4%pcc +2% de croissance embarquée. En revanche, le groupe n'évoque plus son objectif de 15,5% d'EBITDA (hors IFRS), seulement une normalisation de la M/Ebitda du fait du contexte sectoriel actuel : 1/ pressions inflationnistes (énergie et salaires même si avec un ratio de personnel à près de 60% du CA (Plan Ségur 2021) le groupe estime pouvoir aller difficilement au-delà), 2/ impacts réglementaires suite aux disfonctionnements dénoncés dans la profession (transparence vis-à-vis des familles, qualité des soins, qualité de la prise en charge et du réseau, affectation des dotations publiques...).

Le groupe marque son territoire : « Nous ne sommes pas Orpea », attention à « ne pas faire d'amalgame entre acteurs ». Ses engagements : i /trouver le bon chemin pour la sortie de crise, ii/être responsable et transparent, iii/devenir une entreprise à mission à horizon 2023 (raison d'être, objectifs sociaux et environnementaux, suivi de l'exécution par des organismes ad hoc).

Et pourtant, Korian est à son tour directement mis en cause par le dépôt de plusieurs plaintes récentes de familles de résidents. La malveillance sera sans doute difficile à prouver mais la suspicion va perdurer, le retour de la confiance va être long. Dans ces conditions nous préférons dégrader la valeur à conserver malgré des niveaux de cours très largement dépréciés.

CA par région et activité



Activité

Korian est l'un des principaux opérateurs européens de Soins et services auprès des personnes âgées au travers de 3 métiers complémentaires : i/les Ehpad, avec une position de leader en France, Allemagne, Belgique et Italie, ii/ le Soins de suite et la Santé mentale avec une position de n°3 en France, iii/ le soins à domicile et la résidence service au travers des réseaux Petit fils et Oriane. Fragilisé par la crise de confiance sur le secteur des Ehpad en France après publication début 2022 du livre « Les fossoyeurs », le groupe vient d'engager sa transformation vers une société européenne à mission à horizon 2023.

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

Compte de Résultat (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	3 874,0	4 310,8	4 592,5	4 953,2
EBITDA	861,2	1 009,7	1 098,7	1 185,6
EBITA	266,0	383,4	444,0	492,6
Résultat Financier	-205,8	-210,0	-216,3	-227,7
RN part du groupe	39,6	94,4	143,0	180,8

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	11 314,6	12 109,8	10 009,1	10 040,3
dont GW	2 905,6	3 213,8	2 504,2	2 504,2
BFR	-602,6	-670,5	-714,4	-770,5
Fonds Propres totaux	3 322,5	3 771,5	3 245,0	3 386,1
Endettement Financier net	6 552,4	7 300,2	7 399,2	7 688,1
dt obligations locatives IFRS	3 646,7	3 712,6	3 712,6	3 712,6

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	596,3	720,7	423,0	474,5
CAPEX	-758,7	-753,7	-603,7	-562,7
CAF / CAPEX	0,8	1,0	0,7	0,8
Variation de BFR	40,7	67,9	43,8	56,1
Pay-Out	-0,1	-0,8	-0,2	-0,2
FCF Opérationnel	-121,8	34,9	-136,9	-32,1

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	87,5%	95,1%	113,6%	117,4%
DN/EBITDA	3,4x	3,6x	3,4x	3,4x
GW/FP	87,5%	85,2%	77,2%	74,0%
Marge d'EBITA	7%	9%	10%	10%
Marge nette	1%	2%	3%	4%
ROE	1,2%	2,5%	4,4%	5,3%
ROCE	2,5%	3,4%	4,8%	5,3%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	0,4	0,9	1,3	1,6
Dividende net	0,3	0,4	0,4	0,4
CAF / action	6,4	6,9	4,0	4,5
Actif net par action	30,1	33,4	29,2	30,3

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours de clôture (€)	30,6 €	30,3 €	15,0 €	15,0 €
PER	52,4x	28,7x	10,6x	8,6x
P / CAF	4,8x	4,4x	3,7x	3,3x
Rdt du FCF opérationnel	-6,4%	-3,1%	-2,4%	-0,5%
P / AN	1,0x	0,9x	0,5x	0,5x
VE / CA	1,7x	2,4x	1,2x	1,2x
VE/ EBITDA	12,7x	17,0x	8,7x	8,3x
VE/ EBITA	28,7x	33,7x	16,2x	14,3x

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating Korian	Critères FU	Notes	Controverse
		E 29,7TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) S Stress hydrique (n.d) G Développement du capital humain (7,2) Indépendance du CdAdm (91,7%) Comportement éthique (8)	★★★★★ n.d ★★★★★ ★★★★★ ★★★★★	

Source : MSCI, Financière d'Uzès

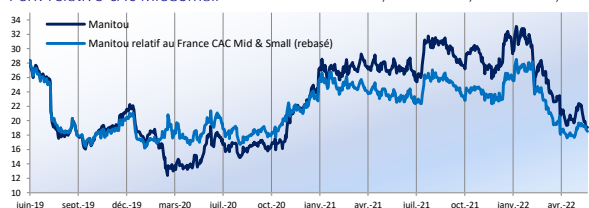
Source : Financière d'Uzès

Catherine VLAL - Analyste Buy-Side

Données boursières

MNEMO / ISIN	MTU-PAR / FR000038606
Capitalisation	757 M€
Flottant	34,1%
Extrêmes 12 m (€)	19,1€ / 33,1€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-5,5%	-31,9%	-30,4%
Perf. relative CAC Mid&Small	+2,5%	-21,3%	-18,9%



Résultats et enjeux

2021 s'est traduit par un exceptionnel dynamisme commercial et des prises de commandes jamais égalées. Le CA ressort à 1 875 M€ (+18%), le ROP à 123.7M€ (+45%) et 6,6% du CA (+120 pb), niveau qui aurait dû être meilleur encore sans un contexte opérationnel largement perturbé par les ruptures de composants et tensions inflationnistes et un pincement des marges au S2 (MOP S1 8.9%, MOP S2 4.3%). Le bilan est solide avec une situation de trésorerie nette positive au 31/12. Le dividende est proposé à 0.80€/action.

Malgré un T1 inférieur aux attentes (-4% dont -6%pcc) du fait des difficultés d'approvisionnement qui ont ralenti les livraisons de produits finis, le groupe confirme sur l'année une croissance >20% de son CA (+10% volumes et +10% prix) soit plus de 2250 M€, au regard de prises de commandes toujours très élevées et d'un carnet de commandes historique de plus de 3.3Md€ au 31/03/2022 (vs 1 Md€ lors du précédent sommet de fin 2018...). La Russie et l'Ukraine qui représentent 4% du CA ne sont pas une menace, largement compensées par la profondeur du carnet. En revanche le pincement des marges observé au S2 2021 et qui s'amplifie depuis le mois de mars du fait des fortes pressions inflationnistes sur les matières, énergies et transport conduisent le groupe à suspendre sa guidance de MOP courante, annoncée stable à 6.6% en début d'année hors nouvelles perturbations majeures de l'économie mondiale, ce qui n'est plus aujourd'hui le cas.

Les enjeux à 5 ans sont en revanche inchangés, canalisés par le plan New Horizon 2021/2025 dans les termes suivants : 1/ une enveloppe d'investissements de 460 M€ et une augmentation des volumes de production de 150% d'ici 2026, 2/une poursuite du développement des nouvelles gammes électriques, 3/ un CA de 2,5 Md€ et une MOP cible >8% à l'échéance du plan (vs 6% attendu en 2022).

L'environnement actuel et son lot d'incertitudes contraint à une forme de prudence avec des marges sous pression au S1 et « à risque » au S2. En revanche, nous restons fondamentalement positifs sur un groupe de grande qualité et faiblement valorisé à ces niveaux de cours.

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.

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€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	1 585,1	1 874,6	2 249,5	2 380,4
EBITDA	136,1	177,5	193,9	223,4
EBIT	85,3	123,7	134,8	161,3
Résultat Financier	-11,3	-5,9	-5,9	0,0
RN part du Groupe	39,6	86,8	91,3	113,6

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	337,2	360,7	391,5	419,4
dont GW	0,3	0,6	0,6	0,6
BFR	439,4	452,3	542,8	574,4
Fonds Propres totaux	665,8	751,3	810,8	892,5
Endettement Financier net	58,7	5,5	67,3	45,1

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	93,3	150,4	150,4	175,7
CAPEX	58,6	60,4	90,0	90,0
CAF / CAPEX	1,6	2,5	1,7	2,0
Variation de BFR	-152,2	13,0	90,5	31,6
Pay-Out	0,5	0,3	0,3	0,3
FCF opérationnel	186,9	77,1	-30,1	54,2

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	8,8%	0,7%	8,3%	5,1%
DN/EBITDA	0,4x	0,0x	0,3x	0,2x
GW/FP	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
M/EBIT	5,4%	6,6%	6,0%	6,8%
Marge nette	2,5%	4,6%	4,1%	4,8%
ROE	6,0%	11,6%	11,3%	12,7%
ROCE	11,0%	15,2%	14,4%	16,2%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	1,00	2,19	2,30	2,86
Dividende net	0,60	0,80	0,81	1,00
CAF / action	2,35	3,79	3,79	4,43
Actif net par action	16,33	18,39	19,70	21,76

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	17,3 €	28,0 €	19,1 €	19,1 €
PE	17,3x	12,8x	8,3x	6,7x
P / CAF	7,3	7,4	5,0	4,3
Rdt du FCF opérationnel	25,1%	6,9%	-3,6%	6,8%
P / AN	1,1x	1,5x	1,0x	0,9x
VE / CA	0,5x	0,6x	0,4x	0,3x
VE/ EBITDA	5,5x	6,3x	4,2x	3,6x
VE/ EBIT	8,7x	9,0x	6,1x	5,0x

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating Manitou	Critères FU	Notes	Controverse
		E 25,8TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) S Stress hydrique (n.d) 36,4% de femmes au Comex Développement du capital humain (6,9) G Indépendance du CdAdm (50,0%) Comportement éthique (4,2)	★★★★★ n.d ★★★★★ ★★★★★ ★★★★★	

Source : MSCI, Financière d'Uzès

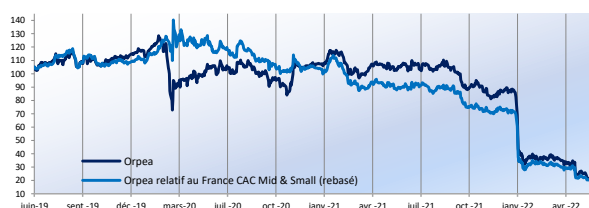
Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

Données boursières

MNEMO / ISIN	ORP-PAR / FR0000184798
Capitalisation	1 487 M€
Flottant	78,8%
Extrêmes 12 m (€)	20,8€ / 110,3€

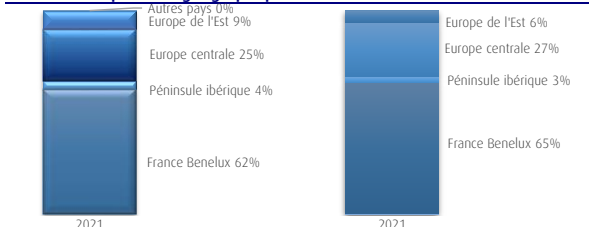
Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-6,5%	-39,1%	-78,7%
Perf. relative CAC Mid&Small	+1,5%	-28,6%	-67,2%



Résultats et enjeux

Les résultats annuels sont conformes aux attentes même s'ils ne sont pas l'essentiel. Le CA 2021 ressort à 4298M€ (+9,6% dont 5,5% pcc), l'Ebitdar à 1070 M€ (+11%) pour une M/Ebitdar à 24,9% (+35pb). Le ROC en revanche recule à 396M€ (-6,4%) après 83M€ de provisions relatives aux risques estimés au titre de 2017-2021 (excédents sur forfaits soin et dépendances, commissions sur prestations de services), le RNPG à 65M€ (vs 160M€ en 2020) après 68M€ de provisions complémentaires pour dépréciations d'actifs. La DN ressort à 7,9 Md€ (88% immobilière) pour un actif immobilier lui-même en forte hausse à 8,2Md€ (tx de cap : 5,3% - tx détention : 46%). S'agissant du discrédit jeté sur le groupe, accusé de pratiques de soin et de management inappropriées, le groupe reconnaît la violence du choc mais sa volonté de transparence avec 2 mandats données aux cabinets GrantThornton et Alvarez&Marshall : Oui il y a eu des dysfonctionnements inadmissibles (existence d'excédents de dotations, remises de fin d'année, rémunérations versées à des apporteurs d'affaires...). Non, ces audits n'auraient pas confirmé l'existence d'un système organisé conduisant à des situations régulières de maltraitance et pénuries. Des mesures correctives seront mises en œuvre par le nouveau DG, Laurent Guillot (prise de fonction au 1/07) pour : 1/ renforcer le dialogue, 2/ simplifier les process qualité, 3/ renforcer la gouvernance, 4/ mettre en place un comité d'éthique, 4/revoir l'organisation avec une réflexion sur la décentralisation des établissements. En parallèle, le groupe annonce un accord avec ses partenaires bancaires pour assurer le financement des investissements engagés et faire face aux tombées de dettes importantes. Les perspectives d'activité sont jugées solides pour 2022, à l'image d'un bon T1 (+9% dont 5%pcc). En revanche la visibilité reste faible sur l'atterrissage des niveaux de rentabilité compte tenu : i/d'un environnement inflationniste défavorable (énergie et salaires), ii/ des charges exceptionnelles de gestion de crise. La rentabilité sera sous pression. Le flux de nouvelles reste négatif, le retour de la confiance va être long. MSCI dégrade son rating à BBB vs A avec une Controverse Sévère vs Mineure. Nous retirons son caractère « Essentielle » à la valeur et restons, à défaut de visibilité, à l'écart du dossier.

CA et Ebitdar par zone géographique



Activité

Orpea est un leader européen de la prise en charge de la dépendance physique et mentale avec une présence dans plus de 20 pays et des positions fortes dans plusieurs métiers complémentaires : les maisons de retraite, les cliniques SSR et de Santé mentale, les Résidences Services et les Services et Soins à domicile. Directement mis en cause par la publication début 2022 du livre « Les fossoyeurs » et durement éprouvé par les doutes et débats actuels autour de l'accompagnement du Grand Age, Orpea fait évoluer sa gouvernance et nomme une nouvelle direction pour engager le chantier de la transformation. Ses concurrents : Korian (Fr), LNA Santé (Fr), Tenet Healthcare (USA), Roen Klinikum (All), Attento (Suède), Ramsay (Fr), Humana (USA), Millenium & Co

Compte de Résultat (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	3 922,3	4 299,0	4 667,1	4 964,4
EBITDA	926,5	1 041,0	740,1	798,4
EBITA	422,9	396,0	423,1	461,2
Résultat Financier	-256,7	-249,0	-226,0	-216,0
RN publié part du Groupe	160,0	65,0	107,1	138,0

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	14 398,0	16 287,0	16 076,3	15 826,4
dont GW	1 489,0	1 669,0	1 669,0	1 669,0
BFR	-794,0	-1 009,0	-1 095,4	-1 165,2
Fonds Propres totaux	3 369,0	3 841,0	3 948,1	4 086,1
Endettement Financier	8 920,0	11 151,0	9 309,9	8 852,3
dt dette sur obl. locatives If	2 817,0	3 265,0	3 265,0	3 265,0

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	407,8	710,0	807,4	882,8
Investissement global	1 007,0	1 405,0	489,5	495,0
CAF/Investissement	0,4	0,5	1,6	1,8
Variation de BFR	-390,0	-215,0	-86,4	-69,8
FCF opérationnel	-209,2	-480,0	404,3	457,6
Pay-Out	0,3	0,0	0,0	0,0
FCF après acquisition	-209,2	-538,2	404,3	457,6

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	265%	290%	236%	217%
DN/EBITDA	9,6x	10,7x	12,6x	11,1x
GW/FP	44%	43%	42%	41%
M/EBITA	10,8%	9,2%	9,1%	9,3%
Marge nette	4,1%	1,5%	2,3%	2,8%
ROE	5,2%	1,7%	2,7%	3,4%
ROCE	3,0%	2,3%	2,6%	2,9%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	2,70	1,01	1,66	2,13
Dividende net	0,90	0,00	0,00	0,00
CAF / action	6,31	10,99	12,49	13,66
Actif net par action	51,30	59,43	61,09	63,22

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	103,8 €	101,6 €	23,0 €	23,0 €
PE	38,5x	101,1x	13,9x	10,8x
P / CAF	16,4x	9,3x	1,8x	1,7x
Rdt du FCF opérationnel	-1,6%	-3,3%	5,4%	6,5%
P / AN	2,0x	1,7x	0,4x	0,4x
VE / CA	3,3x	3,4x	1,6x	1,4x
VE/ EBITDA	13,8x	13,9x	10,2x	8,9x
VE/EBITA	30,3x	36,5x	17,8x	15,3x

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating Orpéa	Critères FU	Notes	Controverse
		E 33,1TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) S Stress hydrique (4,6) 46,2% de femmes au Comex Développement du capital humain (n.d)	★★★★★ ★★ ★★★★★ n.d ★★★★★ ★★	
		G Indépendance du CdAdm (92,3%) Comportement éthique (4,6)	★★★★★ ★★	

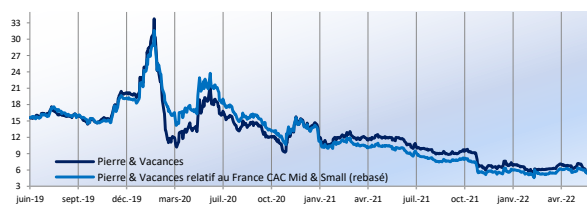
Source : MSCI, Financière d'Uzès

Source : Financière d'Uzès

Données boursières

MNEMO / ISIN	VAC-PAR / FR0000073041
Capitalisation	55 M€
Flottant	49,6%
Extrêmes 12 m (€)	4,7€ / 11,8€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-10,8%	-8,9%	-52,9%
Perf. relative CAC Mid&Small	-2,8%	+1,6%	-41,5%



Résultats et enjeux

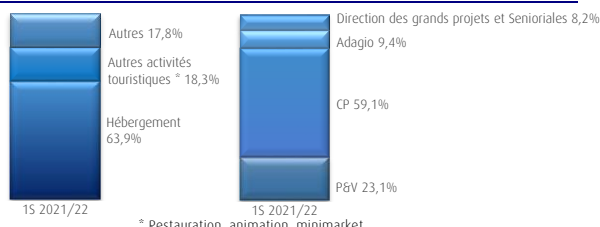
L'exercice 2022 se confirme comme une année de forte croissance au regard d'un 1S22 (oct. à mars) solide et bien supérieur à l'année de référence 2019, malgré un impact de la crise sanitaire sur 1,5mois : 1/ CA de 715M€ (+141%) dont CA hébergement de 457M€ (3,5x 1S21 et +7,5% vs 1S19 porté par Center Parc à +22,4% vs 1S19), 2/ Ebitda ajusté à -8,8M€ (-286M€ au 1S21 et -82M€ au 1S19), positivement impacté par des produits exceptionnels (56M€ liés à des subventions en France et Allemagne et à des économies de loyers à la suite d'accords avec les bailleurs). Hors ces éléments exceptionnels, l'EBITDA ajusté s'inscrit tout de même en hausse de +21% vs 1S19. 3/ RN de -92M€ (-342M€ au 1S21 et -121M€), 4/ DN à fin mars de 748M€ dont quasiment 50% de trésorerie disponible.

S'agissant des perspectives 2022, le groupe confirme une accélération de la tendance sur le 2S vs 1S : les réservations touristiques à ce jour sont à un très bon niveau (3T à 97% des budgets et 4T à 53%) et l'activité est attendue en croissance à périmètre constant sur la plupart des marques (excepté Adagio) vs la même période 2019. En conséquence, les guidances 2022 sont relevées : CA Tourisme > budget (+7% vs 2019), EBITDA ajusté hors produits exceptionnels de 96M€ (83M€ init.), trésorerie à fin septembre de 451M€ (438M€ init.).

Le groupe a également fait un point sur son plan stratégique « Réinvention 2025 » dont l'ambition est de proposer un tourisme de proximité réinventé (montée en gamme du parc et évolution de l'expérience clients, plus digitale, plus personnalisée, supportée par des investissements ciblés). Les projections chiffrées sont ambitieuses et reposent sur une forte contribution de la marque CP : CA Tourisme 2026 de 1,877Md€ (TCMA22-26 >+6,5%), EBITDA ajusté de 187M€ (dont 2/3 réalisés par la croissance du CA et 1/3 par les réductions de coûts) soit une MOP de 10% (vs 5% en 2019), FCF de 93M€.

Les chiffres sur ce début d'année confirment l'attrait de l'offre, le bon positionnement de P&V sur le tourisme de proximité et le fort potentiel de croissance en l'absence de toute restriction. Nous restons cependant toujours dans l'attente de la finalisation des opérations de restructuration qui conditionnent l'avenir du groupe.

CA par activité et par marque



Activité

Fortement ébranlé par 10 années déficitaires et par la pandémie de Covid, le groupe P&V a fait l'objet d'une restructuration financière complexe qui marque le changement de propriétaire (2 fonds britanniques détiennent chacun 20 à 25% des parts du groupe, le fondateur, G.Brémont, ne conservant que 4%) et le changement de modèle avec la fin de la promotion immobilière et le recentrage sur l'exploitation touristique (gestion quotidienne des 50 000 appartements et cottages pour plus de 300 résidences et villages vacances, ventes de séjours auprès de clientèles touristiques) sous les marques Center Parc, P&V, Adagio (résidences hôtelières urbaines) et Maéva (campings et plates-formes de distribution)

Compte de Résultat (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	1 297,7	1 053,5	1 728,7	1 852,5
EBITDA	-110,9	-186,8	130,4	109,5
EBITA	-171,5	-236,7	80,5	54,5
Résultat Financier	-22,2	-43,7	-44,1	-42,7
RN hors ORNANE	-336,1	-341,3	37,9	3,0
RN Pdg hors ORNANE	-336,2	-341,4	37,8	2,9

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	676,0	648,8	503,9	543,9
dont GW	140,0	138,2	138,2	138,2
BFR	-123,2	-273,9	-449,4	-481,6
Fonds Propres totaux	-83,9	-423,9	-386,5	-383,5
Endettement Financier net	330,6	529,8	479,9	497,7

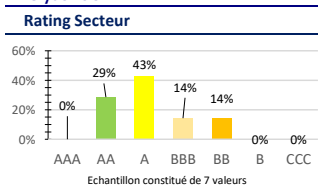
Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	-110,9	-186,8	130,4	109,5
CAPEX	-39,3	-38,7	95,0	-95,0
CAF / CAPEX	2,8	4,8	1,4	-1,2
Variation de BFR	-38,6	38,0	-175,5	-32,2
Pay-Out	0%	0%	0%	0%
FCF Opérationnel	-188,8	-187,5	49,9	-17,7

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	-394%	-125%	-124%	-130%
DN/EBITDA	ns	ns	3,7	4,5
GW/FP	ns	ns	ns	ns
Marge d'EBITA	-13,2%	-22,5%	4,7%	2,9%
Marge nette	-25,9%	-32,4%	2,2%	0,2%
ROE	ns	ns	ns	ns
ROCE	-31,0%	-63,1%	147,8%	87,4%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	-33,12	-33,63	3,72	0,29
Dividende net	0,00	0,00	0,00	0,00
CAF / action	-10,92	-18,40	12,85	10,78
Actif net par action	-8,27	-41,76	-38,08	-37,78

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	16,9 €	11,5 €	5,5 €	5,5 €
PER	n.s	n.s	1,5x	19,3x
P / CAF	-1,5x	-0,6x	0,4x	0,5x
Rdt du FCF opérationnel	-30,1%	-24,8%	7,7%	-2,7%
P / AN	-2,0x	-0,3x	-0,1x	-0,1x
VE / CA	0,5x	0,7x	0,4x	0,4x
VE / EBITDA	-5,7x	-4,0x	4,9x	6,0x
VE / EBITA	-3,7x	-3,2x	8,0x	12,1x

Analyse ESG



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
La société s'est engagée à réduire les émissions de GES

-
Oui
Oui

PLASTIC OMNIUM

Secteur : Equipementiers Automobiles

Cours au 20/06/2022

16,8 €

Objectif

21,9€ (+30,8%)

Données boursières

MNEMO / ISIN	POM-PAR / FR0000124570
Capitalisation	2 467 M€
Flottant	38,3%
Extrêmes 12 m (€)	14,5€ / 27,6€

Performance (%)

	1m	3m	12m
Perf. absolue	+2,9%	+3,6%	-37,1%
Perf. relative CAC Mid&Small	+11,0%	+14,1%	-25,7%



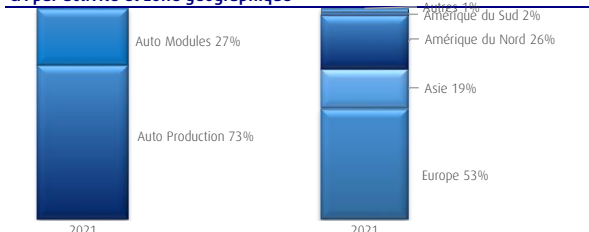
Résultats et enjeux

Les résultats 2021 sont pénalisés par le déséquilibre important sur le marché automobile entre le 1S et le 2S et les effets de « stop & go » sur la chaîne de production. Néanmoins, s'ils ressortent plus faibles qu'attendu sur la marge, ils sont supérieurs au niveau du FCF : CA conso de 7,23Md€ (+3,3% pcc), MOP de 4,2% (+250pbs), FCF de 251M€ (vs 220M€ visés). Sans surprise, la guidance se veut très prudente (surperformance par rapport au marché, MOP entre 5/6%, FCF >260M€) et confirmée après un 1T22 sous pression (-7,3%pcc en lien avec un mix géographique défavorable (Europe)).

Si le court terme s'annonce encore difficile (inflation, changement de comportement des consommateurs, perturbations de la chaîne logistique), POM se montre néanmoins très confiant sur sa capacité à saisir les opportunités de croissance moyen long terme, issues de la transformation du marché auto autour de 4 tendances fortes : 1/ baisse des émissions de CO2 de 100% pour les VL en Europe dès 2035 (opportunité dans la batterie électrique et l'hydrogène), 2/ Connectivité et digital dans le véhicule (opportunités dans les logiciels), 3/ ADAS (opportunités tirées par la réglementation qui accélère le besoin de plus de sécurité au sein du véhicule), 4/ Besoin d'individualisation des véhicules à la demande des clients (opportunités dans le Lighting). Ces mouvements s'accompagneront d'un changement dans la chaîne de valeur du véhicule (véhicule électrique = 59% plus cher qu'un véhicule traditionnel, moteurs électriques et batteries pack = 39% de la valeur d'un véhicule électrique).

POM entend saisir ces opportunités : 1/ en renforçant son leadership sur les systèmes à carburant (nombreuses opportunités sur un marché dont le déclin n'est pas prévu avant 2026), dans l'hydrogène (3Md€ de CA visé en 2030) et dans les systèmes extérieurs et modules, 2/ en se diversifiant vers de nouveaux métiers offrant des synergies avec ses activités et en lien avec les grandes tendances sur marché (acquisitions de VLS et AMLS dans l'éclairage, Actia Power dans l'électrification des batteries). Au total, POM ambitionne de passer d'un CA 2021 de 9Md€ (dont récentes acquisitions) à 11Md€ en 2025 (+5%/an) et >15Md€ en 2030 (>+6,4%/an) avec 40% du CA visé en 2030 provenant des nouvelles activités (éclairage, batteries, logiciels...). Nous sommes confiants sur sa capacité à saisir ces opportunités.

CA par activité et zone géographique



Activité

POM est un équipementier automobile mondial avec une forte expertise dans l'allègement du véhicule et la réduction des émissions de CO2 et structuré autour de 5 divisions : 1/ Systèmes d'éclairage, 2/ Systèmes de carrosseries intelligents en plastique et composites (Pare-chocs, pièces de carrosserie et spoilers, hayons communicants...), 3/ Systèmes d'énergies propres (solution de stockage en plastique et composites et solutions de dépollution pour véhicules thermiques et hybrides rechargeables), 4/ Modules (développement, assemblage et logistique de modules complexes tels que modules bloc-avant, cockpit, consoles ou convertisseurs d'énergie électrique), 5/ Solutions d'énergies nouvelles telles que la pile à combustible et propulsion hydrogène.

Compte de Résultat (M€)

	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	7 073,2	7 233,3	8 003,3	8 977,6
EBITDA	648,0	772,0	900,3	1 076,9
EBITA	118,3	302,8	426,7	542,9
Résultat Financier	-68,5	-50,5	-70,9	-71,9
RN	-249,2	117,2	201,7	282,4
RN part du groupe	-251,1	126,4	210,9	291,6

Bilan (M€)

	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	3 578,3	3 722,7	3 602,2	3 465,4
dont GW	1 014,4	1 026,9	1 026,9	1 026,9
BFR	-550,4	-511,7	-566,2	-635,1
Fonds Propres totaux	1 940,3	2 044,9	2 242,1	2 484,9
Endettement Financier net	806,9	853,6	1 295,2	886,5

Financement (M€)

	2020	2021	2022e	2023e
CAF	423,9	573,1	687,0	805,4
CAPEX	-374,0	-294,0	-400,2	-448,9
CAF / CAPEX	-1,1	-1,9	-1,7	-1,8
Variation de BFR	-45,0	-71,0	54,5	68,9
Pay-out	-29%	33%	27%	33%
FCF opérationnel	4,9	208,1	341,3	425,5

Ratios de structure

	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	41,6%	41,7%	57,8%	35,7%
DN/EBITDA	1,2x	1,1x	1,4x	0,8x
GW/FP	52,3%	50,2%	45,8%	41,3%
Marge d'EBITA	1,7%	4,2%	5,3%	6,0%
Marge nette	-3,6%	1,7%	2,6%	3,2%
ROE	-12,9%	6,2%	9,4%	11,7%
ROCE	3,9%	9,4%	14,1%	19,2%

Données par action (€)

	2020	2021	2022e	2023e
BPA	-0,24	1,14	1,76	2,33
Dividende net	0,49	0,28	0,39	0,65
CAF / action	2,88	3,81	4,56	5,44
Actif net par action	12,80	13,30	14,50	16,40

Ratios boursiers

	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	20,6 €	27,1 €	16,8 €	16,8 €
PER	-87,0x	23,8x	9,5x	7,2x
P / CAF	7,2x	7,1x	3,7x	3,1x
Rdt du FCF opérationnel	0,5%	5,9%	10,8%	15,7%
P / AN	1,6x	2,0x	1,2x	1,0x
VE / CA	0,9x	0,6x	0,5x	0,3x
VE / EBITDA	10,1x	5,5x	4,0x	2,8x
VE / EBITA	58,7x	15,2x	9,0x	5,9x

Analyse ESG

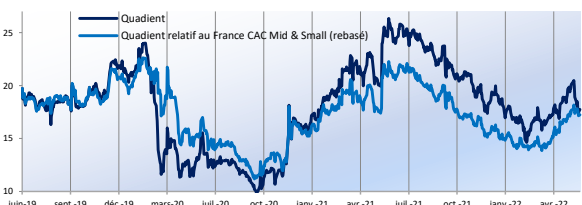
Rating Secteur	Rating POM	Critères FU	Notes	Controverse
		E 58TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) S Stress hydrique (n.d) G 53,3% de femmes au Comex Développement du capital humain (5,2) Indépendance du CdAdm (60,0%) Comportement éthique (6,6)	★★★★★ n.d ★★★★★ ★★★★★ ★★★★★ ★★★★★	

Données boursières

MNEMO / ISIN	QDT-PAR / FR000120560
Capitalisation	613 M€
Flottant	64,4%
Extrêmes 12 m (€)	14,6€ / 25,8€

Performance (%)

	1m	3m	12m
Perf. absolue	-5,7%	+7,8%	-26,4%
Perf. relative CAC Mid&Small	+2,4%	+18,4%	-15,0%



Résultats et enjeux

Malgré des conditions d'exploitation difficiles (Covid-19 et tensions sur la chaîne logistique), l'exercice 2021 ressort au-delà des guidances et confirme l'inflexion de tendance sur les marges annoncée par sa direction : 1/ CA de 1,02Md€ (+4,3%pcc soit > à la guidance de 4%) porté par l'ensemble des 3 branches ICA (+7,3%pcc grâce à l'acquisition de nouveaux clients), PLS (+2,6%pcc porté par la progression de la base installée comptant dorénavant plus de 16800 consignes automatiques) et MRS (+1,8%pcc grâce à la vente d'équipements liés au traitement de courrier); 2/ ROC hors charges d'acquisitions à 147M€ (+6% vs ROC 2020 avant reprise d'un earn-out, soit la borne haute de la guidance +5%/+6%) soit une MOC de 14,4% (+30pbs grâce à une bonne gestion des coûts en période de forts investissements en R&D et en ressources commerciales, mais également à la rentabilité soutenue de la base installée). A noter la contribution de MRS dont la marge de profitabilité (CA - coût des ventes - coûts liés à la commercialisation, aux services, au marketing, aux produits, ainsi qu'à la R&D) se maintient à haut niveau (44,2% ; -1pts) alors qu'elle est en recul sur PLS (-4,5% ; -10,1pts pénalisé par le coût du fret et des investissements R&D) et ICA (14,7% ; -3,9pts en lien avec l'évolution du modèle économique (SaaS vs ventes de licences), les récentes acquisitions et des investissements pour soutenir la croissance à venir). 3/ RN de 88M€ (+120%), 4/ DN de 504M€ (0,4x EBITDA hors leasing).

Le 1T21 à -0,6%pcc, pénalisé par des effets de base défavorable (fin de contrat dans PLS en Amérique du Nord au 1T21) ne reflète pas la croissance pour le reste de l'année qui devrait être plus dynamique sur les 9 prochains mois sur ICA (gain de nouveaux clients par l'effet des synergies commerciales, poursuite de la hausse des abonnements SaaS et du taux d'utilisation des plateformes cloud), PLS (nombreux contrats signés en cours de déploiement) et MRS (prises de commandes élevées).

Au total, le groupe réitère sa prévision pour 2022 d'une croissance du CA >+2% pcc (dont croissance à 2 chiffres pour ICA et PLS et recul limité pour MRS) et du ROC « low to mid-single digit » grâce à l'optimisation des coûts, à la hausse de la profitabilité de la base installée et une capacité à répercuter l'inflation sur la plupart des contrats.

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€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	1 029,4	1 024,3	1 047,1	1 074,8
EBITDA	246,0	244,8	261,4	273,0
EBITA	151,6	146,8	155,6	163,4
Résultat Financier	-31,6	-7,8	-27,6	-25,3
RN	41,4	89,3	87,9	96,1
RN part du groupe	40,4	87,8	87,9	96,1

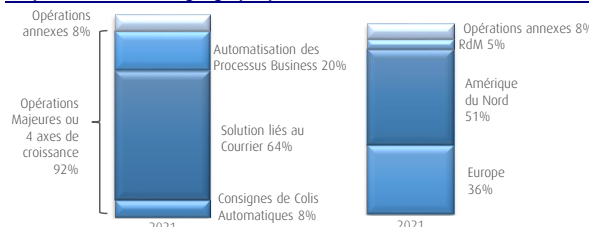
Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	1 449,6	1 564,9	1 549,1	1 531,8
dont GW	1 026,0	1 119,8	1 119,8	1 119,8
BFR	-119,4	-120,7	-208,7	-209,2
Fonds Propres totaux	1 240,3	1 358,9	1 427,8	1 503,2
Endettement Financier net	512,4	503,8	498,6	401,1

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	192,9	161,1	202,2	210,9
CAPEX	-90,0	-88,0	-90,0	-92,3
CAF / CAPEX	-2,1	-1,8	-2,2	-2,3
Variation de BFR	64,0	31,0	-88,0	-0,4
Pay-Out	43%	26%	28%	28%
FCF Opérationnel	166,9	104,1	24,2	118,2

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	41%	37%	35%	27%
DN/EBITDA	2,1	2,1	1,9	1,5
GW/FP	82,7%	82,4%	78,4%	74,5%
Marge d'EBITA	14,7%	14,3%	14,9%	15,2%
Marge nette	3,9%	8,6%	8,4%	8,9%
ROE	3,3%	6,5%	6,2%	6,4%
ROCE	11,4%	10,2%	11,6%	12,4%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	1,14	2,14	2,15	2,35
Dividende net	0,50	0,55	0,60	0,65
CAF / action	5,43	3,93	4,94	5,15
Actif net par action	35,89	33,17	34,86	36,70

CA par activité et zone géographique



Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	14,2 €	21,6 €	17,8 €	17,8 €
PER	12,5x	10,1x	8,3x	7,6x
P / CAF	2,6x	5,5x	3,6x	3,4x
Rdt du FCF opérationnel	17,4%	8,0%	2,1%	11,3%
P / AN	0,4x	0,7x	0,5x	0,5x
VE / CA	0,9x	1,3x	1,1x	1,0x
VE / EBITDA	3,9x	5,3x	4,4x	3,8x
VE / EBITA	6,3x	8,9x	7,3x	6,4x

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating Quadient	Critères FU	Notes	Controverse
		E 9,6TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) Stress hydrique (n.d)		
		S 41,7% de femmes au Comex Développement du capital humain (6,9)		
		G Indépendance du CdAdm (91,7%) Comportement éthique (5,3)		

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Source : Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

RUBIS

Secteur : Services pétrolier

Cours au 20/06/2022

22,8 €

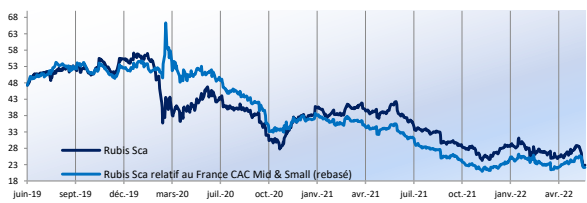
Objectif

33,8€ (+48,2%)

Données boursières

MNEMO / ISIN	RUI-FR / FR0013269123
Capitalisation	2 348 M€
Flottant	46,5%
Extrêmes 12 m (€)	22,5€ / 38,5€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-13,4%	-14,6%	-41,0%
Perf. relative CAC Mid&Small	-5,3%	-4,1%	-29,5%



Résultats et enjeux

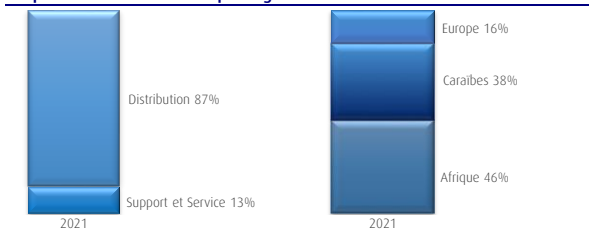
Rubis n'a pas encore retrouvé ses résultats d'avant Covid avec des volumes et des marges unitaires encore en léger retrait au sein de sa branche Energie (respectivement -2% et -3% vs 2019). Mais la performance est satisfaisante au regard du contexte sanitaire et de l'envolée des cotations pétrolières. Le CA ressort à 4589 M€ (+17,5%), l'Ebit à 392 M€ (+7%, -5% vs 2019) avec un recul de contribution de la zone Caraïbes, le RNPg à 293 M€ (+4,5%, -1% vs 2019 à périmètre comparable, hors Rubis Terminal). Au bilan, la DN (hors IFRS 16) croît à 438 M€. Le dividende est proposé à 1,86€/action (+3%).

En termes de perspectives, les dirigeants soulignent un très bon T1, des volumes records et en hausse sur les niveaux pré-covid (+10% et +8% vs 2019), l'absence d'exposition directe à la Russie/Ukraine et pour principaux leviers de croissance : 1/ la reprise du tourisme dans les Caraïbes, la hausse des activités aviation et de la marge unitaire associée, 2/la bonne dynamique de l'Afrique de l'Est (Kenya) avec la poursuite du rebranding des stations-services, 3/des réservoirs de croissance spécifiques en Europe (GPL carburant) et en Afrique (forte demande en bitume, tirée par les besoins d'infrastructures)... Surtout, le groupe insiste sur la création d'une division « Renewables » dans les énergies renouvelables devant accueillir ses prises de participation récentes dans HDF Energy (centrales hydrogène de grande capacité, 18.5% du capital, juin 2021) et Photosol en mars 2022 (376M€), producteur indépendant d'électricité photovoltaïque en France (3% de parts de marché) avec l'ambition de contribuer à hauteur de 25% à l'Ebitda du groupe à MT (2030).

Reste maintenant à intégrer la nouvelle division, faire jouer les synergies et créer les conditions d'un vrai relai structurel aux activités historiques de Rubis. Chantier qui se combinera avec un renforcement des engagements RSE et une feuille de route ambitieuse, notamment en termes de réduction des émissions de CO2 (-30% pour les scopes 1+2 d'ici 2030).

Le groupe ne démerite pas et gagne en visibilité sur le LT avec la mise en place de contrats longs à prix garantis. En revanche il s'endette fortement avec l'acquisition de Photosol et l'intégration de nouvelles activités exigeantes en investissements et fortement consommatrices de cash. Notre opinion est en ce sens mitigée.

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%). Récemment en 2022, il annonçait se doter d'un relai de croissance structurel dans les énergies renouvelables avec la création d'une nouvelle division « Renewables » et l'acquisition de Photosol, un acteur majeur du photovoltaïque en France.

En matière ESG, le groupe s'inscrit dans une démarche de progrès avec un engagement fort pour baisser l'empreinte carbone de ses activités.

Ses concurrents : Aygaz (Turquie), Koninklijke Vopak (Pays-Bas), Odfjell

Compte de Résultat (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	3 902,0	4 589,4	4 786,7	4 871,3
EBITDA	505,9	528,4	577,9	630,7
EBITA	365,9	391,8	423,0	450,6
Résultat Financier	-37,2	-32,6	-42,6	-60,6
RN part du groupe	280,3	292,6	304,7	312,5

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	2 991,9	3 175,9	3 171,4	3 366,3
dont GW	1 219,8	1 231,6	1 231,6	1 231,6
BFR	352,6	414,8	432,6	440,2
Fonds Propres totaux	2 620,3	2 736,4	2 843,6	2 958,7
Endettement Financier net	350,9	600,2	1 394,4	1 418,9
dt obligations locatives	182,8	171,2	171,2	171,2

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	431,2	438,2	501,8	549,6
CAPEX	-219,0	-196,9	-316,7	-375,0
CAF / CAPEX	2,0	2,2	1,6	1,5
Variation de BFR	147,5	-62,1	-17,8	-7,6
Pay-Out	34%	66%	63%	61%
FCF Opérationnel	359,7	179,2	167,3	167,0

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	13%	22%	49%	48%
DN/EBITDA	0,7	1,1	2,4	2,2
GW/FP	46,6%	45,0%	43,3%	41,6%
Marge d'EBITA	9,4%	8,5%	8,8%	9,3%
Marge nette	7,2%	6,4%	6,4%	6,4%
ROE	10,7%	10,7%	10,7%	10,6%
ROCE	10,9%	10,9%	11,7%	11,8%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	2,75	2,79	2,96	3,03
Dividende net	0,93	1,86	1,86	1,86
CAF / action	4,16	4,25	4,87	5,33
Actif net par action	24,14	25,42	26,46	27,58

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	41,5 €	34,7 €	22,8 €	22,8 €
PER	15,1x	12,3x	7,7x	7,5x
P / CAF	10,0x	8,2x	4,7x	4,3x
Rdt du FCF opérationnel	5,6%	4,5%	4,0%	4,0%
P / AN	1,7x	1,4x	0,9x	0,8x
VE / CA	1,3x	1,0x	0,9x	0,9x
VE / EBITDA	9,9x	8,6x	7,2x	6,6x
VE / EBITA	13,7x	11,6x	9,8x	9,2x

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating Rubis	Critères FU	Notes	Controverse
		E 45,6TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) S Stress hydrique (n.d) 50,0% de femmes au Comex Développement du capital humain (7) G Indépendance du CdAdm (70,0%) Comportement éthique (4,6)	★★★★★ n.d ★★★★★ ★★★★★ ★★★★★ ★★	

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Source : Financière d'Uzès

Catherine VLAL - Analyste Buy-Side

SAFRAN

Secteur : Equipementiers Aéronautiques

Cours au 20/06/2022

96,3 €

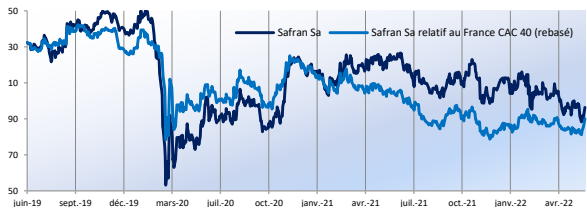
Objectif

111,6€ (+15,9%)

Données boursières

MNEMO / ISIN	SAF-PAR / FR000073272
Capitalisation	41 156 M€
Flottant	81,6%
Extrêmes 12 m (€)	88,3€ / 126,5€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+0,3%	-9,6%	-22,8%
Performance relative CAC40	+6,1%	+1,0%	-12,9%

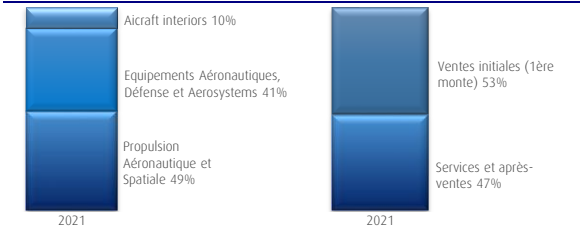


Résultats et enjeux

La reprise du trafic court et moyen-courriers s'est poursuivie tout au long de l'année 2021, mesurée à travers la capacité (Siège au km offert ou ASK) qui s'établit à 63% (en moyenne) celle de 2019 après 38% en 2020. Dans ce contexte, les résultats 2021 ressortent en nette amélioration sur la MOC et au-delà des attentes : 1/ CA de 15,26Md€ (-7,5% ; -5,4%pcc, vs -7%/ -9% en publié selon la guidance) pénalisé par le 1T à -34,6%pcc en raison d'une forte base de comparaison mais tiré sur les 3 derniers trimestres par la croissance des activités de services pour moteurs civils (+7,1% en \$ en 2021). 2/ ROC ajusté de 1,8Md€ (+7,1% ; +8,4%pcc) soit une MOC de 11,8% (+160pbs vs « >+100pbs » selon la guidance) qui a bénéficié de la dynamique des services pour moteurs civils, de mesures de rationalisation industrielle, de baisses des coûts opérationnels et d'une maîtrise des frais de R&D. Deux activités contribuent à cette amélioration : la Propulsion (MOC de 18%, +240pbs lié à l'activité des services pour moteurs civils qui compense la baisse des livraisons de CFM56) et l'Equipement (MOC à 10,3%, +30pbs) contrairement à Aicraft Interiors (MOC de -11,3%, -220pbs en raison de son exposition aux avions long-courriers), 3/ FCF de 1,68Md€ (+57% sous l'effet d'une amélioration du BFR de +250M€ grâce aux acomptes clients) et DN en amélioration à 1,5Md€ (-45%).

Le discours sur 2022 confirme la poursuite de l'amélioration progressive du trafic aérien (hausse anticipée des ASK 2022 de +35/+45% les niveaux 2021) qui se matérialisera de la manière suivante pour Safran : CA entre 18/18,2Md€ (soit +18/+19,3% grâce au bond des activités de services pour moteurs civils entre +25/+30% en \$), MOC d'~13% (+120pbs), FCF d'~2Md€ (+19%). Le début d'exercice est en ligne avec ces tendances (CA 1T à +16,9%pcc à la faveur des 3 branches d'activités). Pour autant, la prudence reste de mise avec des questionnements sur le rythme de la reprise du trafic en Chine mais aussi sur la gestion de la chaîne d'approvisionnement et de production (approvisionnement du titane pour lequel Safran dépend pour moins de 50% de VSMPO, gestion de l'inflation et des recrutements de main d'œuvre qualifiée).

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 "décarbonnée" est LE défi du groupe d'ici 2030.

Compte de Résultat (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	16 498,0	15 257,0	18 146,1	20 727,6
EBITDA	2 942,0	3 141,0	3 341,3	3 991,1
EBITA	1 686,0	1 805,0	2 361,3	2 933,1
Résultat Financier	-7,0	-204,0	-86,4	-65,1
RN	879,0	784,0	1 372,3	1 866,4
RN part du groupe	844,0	760,0	1 337,3	1 826,4

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	22 165,0	21 942,0	22 056,4	22 170,2
dont GW	5 060,0	5 068,0	5 068,0	5 068,0
BFR	-2 492,0	-3 202,0	-3 409,6	-3 420,1
Fonds Propres totaux	12 790,0	13 270,0	14 428,4	15 931,2
Endettement Financier net	2 792,0	1 567,0	88,5	-1 432,5

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	1 866,3	2 186,2	2 585,7	3 052,5
CAPEX	-793,0	-756,0	-1 094,4	-1 171,8
CAF / CAPEX	-2,4	-2,9	-2,4	-2,6
Variation de BFR	-8,0	250,0	207,6	10,4
Pay-Out	22%	28%	27%	28%
FCF Opérationnel	1 065,3	1 680,2	1 698,9	1 891,1

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	22%	12%	1%	-9%
DN/EBITDA	0,9x	0,5x	0,0x	-0,4x
GW/FP	39,6%	38,2%	35,1%	31,8%
Marge d'EBITA	10,2%	11,8%	13,0%	14,2%
Marge nette	5,1%	5,0%	7,4%	8,8%
ROE	6,8%	5,9%	9,6%	11,8%
ROCE	7,8%	9,0%	11,8%	14,6%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	2,40	2,87	3,69	4,66
Dividende net	0,43	0,50	0,85	1,20
CAF / action	4,24	4,96	5,87	6,93
Actif net par action	29,00	30,06	32,69	36,11

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	102,6 €	114,2 €	96,3 €	96,3 €
PER	42,8x	39,8x	26,1x	20,7x
P / CAF	24,2x	23,0x	16,4x	13,9x
Rdt du FCF opérationnel	2,2%	3,2%	4,0%	4,6%
P / AN	3,5x	3,8x	2,9x	2,7x
VE / CA	0,8x	0,9x	0,7x	0,6x
VE / EBITDA	4,5x	4,2x	3,9x	3,3x
VE / EBITA	7,8x	7,3x	5,6x	4,5x

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating Safran	Critères FU	Notes	Controverse
		E 20,4TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) S Stress hydrique (7,1) 38,9% de femmes au Comex Développement du capital humain (3,7)		
		G Indépendance du CdAdm (83,3%) Comportement éthique (5,3)		

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Source : Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

SARTORIUS STEDIM BIOTECH

Secteur : Santé

Cours au 20/06/2022

276,7 €

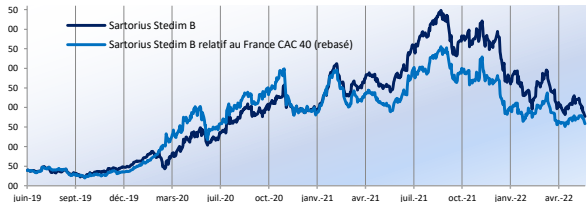
Objectif

310,8€ (+12,3%)

Données boursières

MNEMO / ISIN	DIM-PAR / FR0013154002		
Capitalisation	25 506 M€		
Flottant	26,0%		
Extrêmes 12 m (€)	276,7€ / 548,2€		

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-10,1%	-24,5%	-27,3%
Perf. relative CAC40	-4,3%	-13,9%	-17,5%



Résultats et enjeux

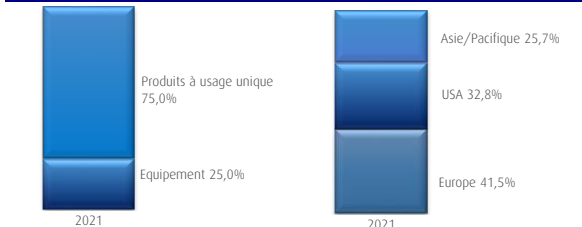
Les chiffres sont toujours exceptionnels et plus surprenants que jamais. Le CA 2021 ressort à 2887m€ (+51.1% dont +52,6%cc vs une guidance à +48%), alimenté par la forte croissance de l'activité biopharmaceutique et un surcroit de demande lié à la pandémie et à l'accélération de la production de vaccins (18% de croissance additionnelle). Le carnet de commande se normalise en fin d'année mais reste très sain et toujours supérieur à la normal à 3664M€. L'Ebitda ajusté s'élève à 1033m€ (+71%), la M/Ebitda à 35,8% (+410pb) vs une guidance à 36%, à attribuer au fort effet volume, à d'importantes économies d'échelle et à des reports partiels coûts.

Le CA T1 2022 ressort très solide à 862.5M€ (+31.6% dont +27.6%cc), avec une demande toujours forte malgré la normalisation attendue des effets liés à la pandémie et la baisse des prises de commandes (-5.5%, -8.6%cc). Les perspectives pour 2022 sont confirmées soit : i/ un CA en hausse de +15% à +19% intégrant un volume d'activité lié au covid équivalent à 2021 (500M€) et un effet périmètre de 2% (dont 1% pour la division chromatographie de Novacep intégrée début 2022), ii/une marge d'Ebitda ajustée >35% après prise en compte des mesures prévues pour réduire les émissions de CO2 à hauteur de 0.5% du CA, iii/des Capex proches de 14.5% du CA principalement dédiés à l'augmentation des capacités de production (Allemagne, USA, Corée du Sud).

Pour 2025, le groupe reconduit son objectif de CA de 4Mds€, hors prise en compte des activités liées à la pandémie, jugées trop incertaines par la direction. Il relève en revanche significativement son anticipation de marge d'Ebitda à « >35% » vs 33% précédemment.

Les drivers de croissance sont inchangés: i/élargissement du pipeline de l'industrie pharmaceutique à de nouvelles générations de produits : thérapies basées sur les protéines et les virus, thérapies géniques et cellulaires, ii/ développement du marché asiatique (accès de la zone aux thérapeutiques modernes, développement d'une filière locale), iii/ évolution des besoins des donneurs d'ordres : nouvelles modalités de production, réglementation, impératifs de rendements industriels. Le titre devient plus accessible, en phase avec ses multiples historiques, depuis sa récente correction boursière. Mais il reste cher dans l'absolu.

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€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	1 910,1	2 886,7	3 460,8	3 876,1
EBITDA retraité	604,7	1 033,4	1 215,6	1 360,8
EBITA retraité	530,1	891,9	1 104,2	1 236,1
EBITA	471,8	865,4	1 030,6	1 162,5
Résultat Financier	10,8	-218,7	-11,5	-11,5
RN part du Groupe	357,9	414,4	754,1	851,7

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	2 194,1	2 495,5	3 025,9	3 416,3
dont GW	571,9	684,4	684,4	684,4
BFR	271,6	235,3	282,1	316,0
Fonds Propres totaux	1 482,9	1 733,2	2 371,2	3 095,6
Endettement Financier net	527,0	401,9	292,6	-56,2

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	416,9	555,9	914,1	1 025,0
CAPEX	150,5	324,0	501,8	465,1
CAF / CAPEX	2,8	1,7	1,8	2,2
Variation de BFR	38,1	-36,3	46,8	33,9
Pay-Out	0,2	0,3	0,2	0,2
FCF opérationnel	228,3	268,2	365,5	526,1

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	35,5%	23,2%	12,3%	-1,8%
DN/EBITDA	0,9x	0,4x	0,2x	0,0x
GW/FP	38,6%	39,5%	28,9%	22,1%
M/EBIT	24,7%	30,0%	29,8%	30,0%
Marge nette	18,7%	14,4%	21,8%	22,0%
ROE	24,7%	25,0%	32,9%	28,2%
ROCE	19,1%	31,7%	31,2%	31,1%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA retraité	4,2	4,5	8,2	9,2
Dividende net	0,7	1,3	1,4	1,6
CAF / action	4,5	6,0	9,9	11,1
Actif net par action	15,2	16,7	23,5	31,2

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	241,9 €	420,8 €	276,7 €	276,7 €
PER	62,3x	93,6x	33,8x	29,9x
P / CAF	53,5x	69,8x	27,9x	24,9x
Rdt du FCF opérationnel	1,0%	0,7%	1,4%	2,1%
P / AN	15,0x	22,4x	11,8x	8,9x
VE / CA	11,9x	13,6x	7,5x	6,6x
VE / EBITDA	37,7x	37,9x	21,2x	18,7x
VE / EBIT	43,1x	43,9x	23,4x	20,6x

Analyse ESG

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

Source : MSCI, Financière d'Uzès

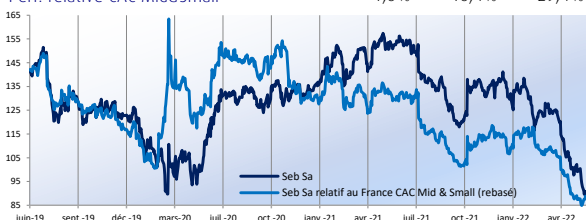
Source : Financière d'Uzès

Catherine VLAL - Analyste Buy-Side

Données boursières

MNEMO / ISIN	SK-PAR / FR0000121709
Capitalisation	5 047 M€
Flottant	52,2%
Extrêmes 12 m (€)	89,5€ / 154,6€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-9,7%	-26,9%	-40,8%
Perf. relative CAC Mid&Small	-1,6%	-16,4%	-29,4%



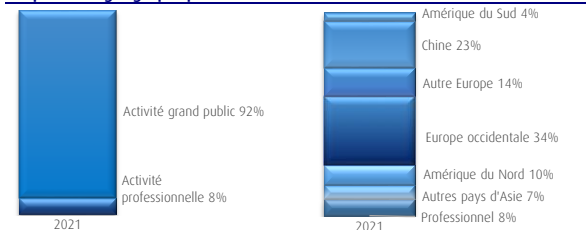
Résultats et enjeu

Le groupe signe une année record en termes de CA et de rentabilité dans un environnement pourtant complexe. Le CA ressort à 8059M€ (+16,1% publié, +15,5%pcc, l'Ebitda à 1041M€ (+22,3%), le ROPA à 813M€ (+34,3%), recouvrant 1/ un fort effet volume, 2/ la force du prix-mix (innovation et gestion des devises) dans un environnement moins promotionnel qui a permis d'absorber la hausse du coût intrants, fret et matières premières (-300M€) et la hausse des investissements en moyens moteurs. Au bilan, la dette nette progresse légèrement à 1524 M€, soit un ratio de DN/EBITDA de 1.46x et 1.26x hors IFRS 16, intégrant une hausse du BFR (+267 M€) et des stocks en particulier pour sécuriser la disponibilité des produits finis. Le dividende est proposé à 2.45 €.

Pour 2022, la direction s'engage sur une croissance du CA pour ses activités Grand Public et Professionnelles et une nouvelle progression du ROPA avec les hypothèses suivantes : des surcoûts matières premières et fret pour -150M€ et un impact change pour -50M€ qui seront compensés par 1/ les hausses de prix réalisées au T4 2021 et une bonne gestion des impacts devises, 2/ l'effet positif de l'innovation et des nouveautés sur le mix, 3/des gains de productivité, 4/l'amélioration des marges de l'activité Professionnelle (8%CA consolidé) dont le redressement est visible depuis le T3 2021.

Le T1 est un peu faible mais néanmoins conforme aux attentes (+3.4% publié, +4.5%pcc sur une base retraitée du manque à gagner lié à la zone Russie/Ukraine, des programmes de fidélité et des anticipations d'achat en Chine au T4 2021) avec une Chine dynamique (+10.9%pcc). Les challenges à relever sont nombreux (tensions inflationnistes, pouvoir d'achat sous pression, risque sanitaire en Chine) mais sans remettre en question une détermination et une confiance intacte dans l'avenir. Notre opinion positive est reconduite sur la base d'une valorisation modérée et de solides fondamentaux.

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, LAGOSTINA, SUPOR, WMF pour les principales. Sa stratégie est claire, fondée sur 4 éléments clés : l'attractivité des marques, l'innovation produit, le développement international et l'activation de tous les canaux de distribution.

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

Compte de Résultat (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	6 940,0	8 058,0	8 380,4	8 754,5
EBITDA	879,3	1 041,0	1 092,1	1 157,2
EBIT	503,3	714,8	765,0	819,5
Résultat Financier	-60,8	-64,5	-61,4	-54,4
RN part du Groupe	300,5	453,8	492,7	537,9

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	4 420,2	4 635,9	4 775,9	4 834,6
dont GW	1 642,4	1 707,8	1 707,8	1 707,8
BFR	452,9	766,0	796,6	832,2
Fonds Propres totaux	2 734,8	3 290,7	3 647,8	4 039,0
Endettement Financier net	1 523,9	1 508,9	1 322,4	1 025,5

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	574,4	681,8	729,8	785,6
CAPEX	-274,0	-284,0	-377,1	-306,4
CAF / CAPEX	-2,1	-2,4	-1,9	-2,6
Variation de BFR	367,5	-313,1	-30,6	-35,6
Pay-Out	39,4%	29,9%	29,8%	29,7%
FCF opérationnel	667,9	84,7	322,1	443,6

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	55,7%	45,9%	36,3%	25,4%
DN/EBITDA	1,7x	1,4x	1,2x	0,9x
GW/FP	60,1%	51,9%	46,8%	42,3%
M/EBIT	8,7%	10,1%	10,1%	10,3%
Marge nette	4,3%	5,6%	5,9%	6,1%
ROE	11,0%	13,8%	13,5%	13,3%
ROCE	10,3%	13,2%	13,7%	14,5%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	5,43	8,20	8,90	9,72
Dividende net	2,14	2,45	2,65	2,88
CAF / action	10,38	12,32	13,19	14,20
Actif net par action	47,28	57,02	63,27	70,11

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	120,7 €	141,1 €	91,2 €	91,2 €
PER	22,2x	17,2x	10,2x	9,4x
P / CAF	11,6x	11,4x	6,9x	6,4x
Rdt du FCF opérationnel	8,1%	0,9%	5,1%	7,3%
P / AN	2,6x	2,5x	1,4x	1,3x
VE / CA	1,2x	1,2x	0,8x	0,7x
VE/ EBITDA	9,3x	8,9x	5,8x	5,2x
VE/ EBIT	13,6x	11,5x	7,5x	6,7x

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating SEB	Critères FU	Notes	Controverse
		E 25,6TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) Stress hydrique (6,2)		
		S 47,1% de femmes au Comex Développement du capital humain (8,7)		
		G Indépendance du CdAdm (47,1%) Comportement éthique (6)		

Source : MSCI, Financière d'Uzes

Catherine VLAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzes

TELEPERFORMANCE

Secteur : Service aux entreprises

Cours au 20/06/2022

279,4 €

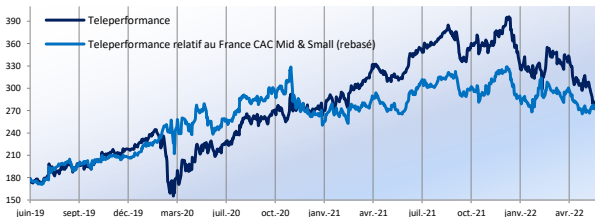
Objectif

362,8€ (+29,9%)

Données boursières

MNEMO / ISIN	TEP-PAR / FR000121709	
Capitalisation	16 518 M€	
Flottant	87,8%	
Extrêmes 12 m (€)	279,3€ / 396,0€	

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-8,7%	-21,3%	-14,1%
Perf. relative CAC Mid&Small	-0,6%	-10,8%	-2,7%



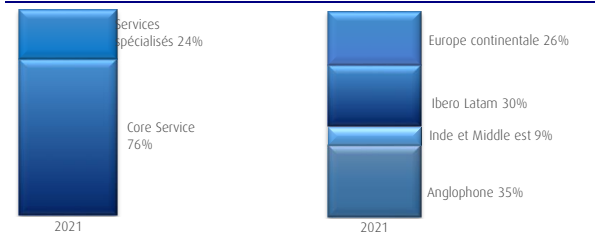
Résultats et enjeux

Les résultats 2021 sont excellents et supérieurs aux guidances. Le CA progresse de 24.1% et 25,7% pcc à 7115 M€, et +16,5% hors contrats covid (550M€). Reflet de l'accélération de l'économie digitale, les secteurs de e-commerce, de la logistique, des réseaux sociaux et des jeux en ligne affichent les plus fortes croissances. L'EBITA progresse de 45.7% à 1071 M€, soit une MOP de 15.1% (+230 pb), supérieure à son niveau d'avant crise, recouvrant des activités core service en progression de 210 pb à 13,1% (vs 11%) et des services spécialisés en progression de 340 pb à 30,2% (vs 26,8%). La génération de FCF est solide à 661 M€ (+35.7%) avec une bonne maîtrise du BFR et une enveloppe de Capex limitée à 3.2% du CA en raison du poids du Télétravail. Au bilan, la DN ressort à 2656 M€ après financement des acquisitions Health Advocate (690M\$, juillet 2021) et Sensure (400M\$, dec 2021), soit un ratio de DN/EBITDA de 1.8x. Le dividende net est proposé à 3.3€.

Le T1 2022 est encourageant à 1962M€ (+14,6% en publié, +6,5% pcc et +11,1% à données comparables hors impact des contrats d'assistance covid) en traduisant un bon niveau de croissance sur une base de comparaison élevée. Les guidances pour l'année sont confirmées soit : i/ une croissance organique > 5% dont une croissance organique hors contrats d'assistance covid >+10%, ii/ une progression de la M/Ebita de +30pb à 15,4% (vs un objectif initial à 14,5% dans le Plan 2020/22), laquelle doit tirer profit du redressement de TLS et de l'intégration de Health Advocate et Sensure, iii/ une poursuite des acquisitions ciblées. En parallèle, le groupe ouvre la voie en annonçant ses objectifs 2025 soit : i/ un CA >10 Md€ pcc (croissance organique implicite d'environ 9% par an), ii/ des acquisitions complémentaires pour 1-2 Md€ de CA, iii/ une MOP cible de 16%.

Les indicateurs sont bien orientés : Digitalisation de l'économie et élargissement de l'offre dans les services spécialisés, amélioration de la rentabilité, forte génération de cash pour financer la croissance et de nouvelles acquisitions. 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 420k collaborateurs, 88 pays, 265 langues et plus de 170 marchés adressés dans une démarche d'excellence : Simplifier, Faster, Safer avec pour enjeu 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€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	5 732,0	7 116,0	7 961,0	8 607,4
EBITDA	1 128,0	1 475,0	1 658,2	1 803,2
EBITA	735,0	1 068,0	1 225,1	1 350,1
Résultat Financier	-88,0	-94,0	-80,0	-55,0
RN	324,0	558,0	713,6	821,9
RN pdg ajusté	452,9	701,3	824,5	932,5

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	4 344,0	5 534,0	4 940,5	4 975,7
dont GW	2 106,0	2 892,0	2 892,0	2 892,0
BFR	1 382,0	1 613,0	1 804,5	1 951,1
Fonds Propres totaux	2 409,0	3 157,0	3 682,8	4 255,0
Endettement Financier net	2 274,0	2 656,0	2 075,9	1 447,8
dt dette sur obl.locative (IFR)	732,0	674,0	674,0	674,0

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	975,0	1 216,0	1 070,6	1 198,6
CAPEX	-258,0	-229,0	-278,6	-301,3
CAF / CAPEX	3,8	5,3	3,8	4,0
Variation de BFR	-13,0	-16,1	-18,1	-19,5
Pay-Out	0,0%	0,0%	35,0%	35,0%
FCF opérationnel	704,0	970,9	773,9	877,8

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	94,4%	84,1%	56,4%	34,0%
DN/EBITDA	2,0x	1,8x	1,3x	0,8x
GW/FP	87,4%	91,6%	78,5%	68,0%
M/EBIT	12,8%	15,0%	15,4%	15,7%
Marge nette	7,9%	9,9%	10,4%	10,8%
ROE	18,8%	22,2%	22,4%	21,9%
ROCE	12,8%	14,9%	18,2%	19,5%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	7,70	11,92	14,02	15,85
Dividende net	2,40	3,30	4,25	4,90
CAF / action	16,57	20,67	18,20	20,38
Actif net par action	41,03	53,76	62,72	72,46

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	237,5 €	334,3 €	279,4 €	279,4 €
PER	30,8x	28,0x	19,9x	17,6x
P / CAF	14,3x	16,2x	15,4x	13,7x
Rdt du FCF opérationnel	4,3%	4,3%	4,1%	4,9%
P / AN	5,8x	6,2x	4,5x	3,9x
VE / CA	2,9x	3,2x	2,3x	2,1x
VE/ EBITDA	14,6x	15,3x	11,3x	10,0x
VE/ EBIT	22,4x	21,2x	15,2x	13,4x

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating Teleperformance	Critères FU	Notes	Controverse
		E 21,4TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) S Stress hydrique (6,9) 43,8% de femmes au Comex Développement du capital humain (2,7) G Indépendance du CdAdm (68,8%) Comportement éthique (7,4)		

Source : MSCI, Financière d'Uzès

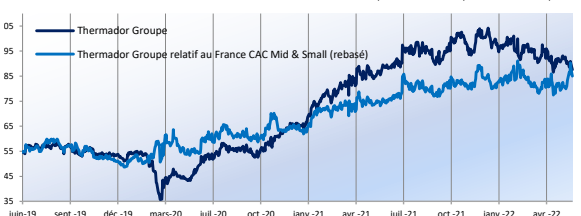
Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

Données boursières

MNEMO / ISIN	THEP-PAR / FR0013333432
Capitalisation	806 M€
Flottant	46,2%
Extrêmes 12 m (€)	86,6€ / 104,2€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-4,7%	-9,6%	-0,5%
Perf. relative CAC Mid&Small	+3,4%	+0,9%	+11,0%

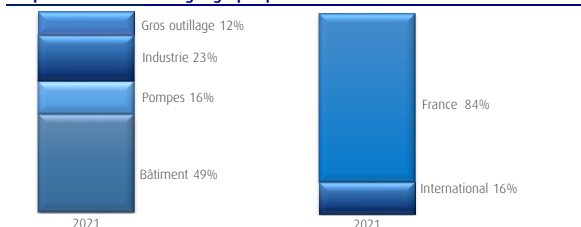


Résultats et enjeu

2021 ressort comme une année record avec un CA au plus haut historique à 486.5 M€ (+23% dont +21.1% pcc), un ROC en hausse de 42.4% à 73.2 M€, une MOC de 15% (+200 pb), un RN en hausse de 46% à 52,8M€. De fait, le groupe a su pleinement bénéficier des très nombreux chantiers pour la rénovation énergétique des bâtiments en France (environ 30% de la croissance du groupe) quand, à l'inverse, la croissance a été plus modeste à l'export (16,4%CA), pénalisée par sa forte exposition à l'activité industrielle en Europe. La situation financière reste solide avec une dette à 0 (hors obligations locatives) après financement d'un haut niveau de stock lui permettant d'aborder 2022 avec confiance. Un dividende de 2 €/action a été détaché.

Pour 2022, l'enjeu sera d'abord de consolider les très bons chiffres de 2021. Un enjeu de taille dans un environnement complexe : hausse des métaux dont le cuivre, l'acier, l'aluminium et le nickel, couramment utilisés dans le métier, hausse des prix de l'énergie et des coûts de transport, déstabilisation de l'activité Industrie, malmenée par les tensions sur les approvisionnements en matières et composants.... De nouvelles hausses de tarifs sont annoncées dans un délai court, dans des proportions supérieures à l'année dernière (+4,3% en 2021). En parallèle, le groupe pourra compter sur un marché du Bâtiment toujours bien orienté, en particulier le segment très dynamique de la rénovation énergétique et un niveau de stocks suffisant pour servir la demande sans vraie rupture. Le T1 (+12.3%) est resté extrêmement soutenu. Le T2 devrait décélérer du fait d'une référence particulièrement élevée (CA T2 2021 : +46%) mais rester positif également. Dans ces conditions nous estimons le groupe capable de faire mieux que simplement « consolider ses résultats » en affichant à la fois 1/une croissance de son CA (+5% en effet prix pour l'essentiel) et 2/un maintien de ses marges à un haut niveau (mix CA positif qui permettra d'absorber en large partie la hausse annoncée des Opex : recrutement et hausse des salaires, coûts matières t transport). Notre opinion positive est reconduite sur un groupe qui année après année fourni les preuves de la force et de la résilience de son modèle. En revanche nous jugeons le titre à son prix à CT.

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€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	395,5	486,5	510,2	535,7
EBITDA	57,9	80,3	83,5	86,8
EBIT	51,4	73,2	76,1	79,0
Résultat Financier	-0,4	-0,2	0,0	0,0
RN part du Groupe	36,2	52,9	56,3	58,4

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	134,4	142,1	146,0	149,6
dont GW	56,3	56,3	56,3	56,3
BFR	117,5	149,9	157,4	165,2
Fonds Propres totaux	241,6	278,8	316,7	356,7
Endettement Financier net	1,9	0,0	-26,5	-55,0

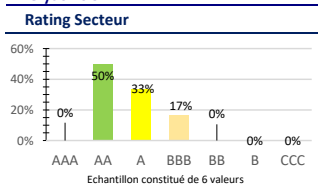
Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	42,8	60,3	62,4	64,8
CAPEX	10,6	12,2	10,0	10,0
CAF / CAPEX	4,0	4,9	6,2	6,5
Variation de BFR	1,2	32,4	7,5	7,9
Pay-Out	46%	35%	33%	33%
FCF opérationnel	31,0	15,6	44,9	47,0

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	1%	0%	-8%	-15%
DN/EBITDA	0,0x	0,0x	-0,3x	-0,7x
GW/FP	23,3%	20,2%	17,8%	15,8%
M/EBIT	13,0%	15,0%	14,9%	14,7%
Marge nette	9,1%	10,9%	11,0%	10,9%
ROE	15,0%	19,0%	17,8%	16,4%
ROCE	20,4%	25,1%	25,1%	25,1%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA retraité	3,93	5,75	6,12	6,35
Dividende net	1,82	2,00	2,00	2,08
CAF / action	4,65	6,55	6,78	7,05
Actif net par action	26,26	30,30	34,42	38,77

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier*	53,5 €	88,8 €	87,6 €	87,6 €
PER	13,6x	15,4x	14,3x	13,8x
P / CAF	11,5x	13,6x	12,9x	12,4x
Rdt du FCF opérationnel	6,3%	1,9%	5,8%	6,3%
P / AN	2,0x	2,9x	2,5x	2,3x
VE / CA	1,2x	1,7x	1,5x	1,4x
VE/ EBITDA	8,5x	10,2x	9,3x	8,7x
VE/ EBIT	9,6x	11,2x	10,2x	9,5x

Analyse ESG



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 à réduire les émissions de GES	Oui

Données boursières

MNEMO / ISIN	UBI-PAR / FR0000054470
Capitalisation	5 420 M€
Flottant	79,7%
Extrêmes 12 m (€)	34,6€ / 61,6€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-9,3%	+9,0%	-26,7%
Perf. relative CAC Mid&Small	-1,2%	+19,5%	-15,3%

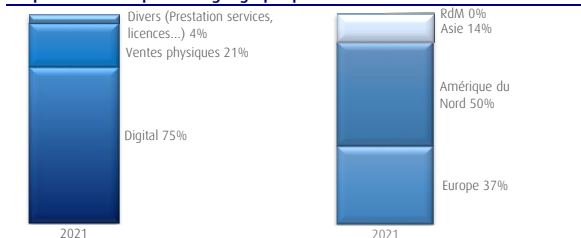


Résultats et enjeux

La communication à l'occasion des publications annuelles a déçu, à la fois sur les résultats et les guidances. S'agissant des résultats 2021, très en deçà des guidances - CA de 2,13Md€ (-5% vs « stable » selon la guidance), RO non IFRS de 407,6M€ (soit < à la borne basse de la fourchette de la guidance entre 420/500M€) - 2 raisons expliquent cette déception : 1/ un 4T, bien qu'en hausse de +33,7%ttc, plus difficile qu'attendu en raison de l'environnement concurrentiel et du lancement d'un certain nombre de titres de qualité par la concurrence. Une fois de plus, le back-catalogue nourrit la croissance (+11% sur l'année soit >50% du CA), 2/ des surinvestissements qui se poursuivent (Capex dans le Cloud computing, dans les services d'hébergement de jeux vidéo, dans les moteurs de jeux).

S'agissant des guidances 2022 : 1/ le CA renouera avec une croissance significative (>+20%) alimentée par des lancements de nouveaux jeux premium (Avatar, Mario+Rabbids et Skull & Bones) mais aussi par les jeux Free to Play (Rollers Champions, 1er jeu déjà lancé sur le 1T, ouvre la voie à d'autres jeux sur les prochains trimestres - Tom Clancy's XDefiant, the Division Heartland, Rainbow Six Mobile et The Division Mobile). Ces jeux, synonymes de gratuité pour les joueurs, ne sont pourtant pas sans revenus pour Ubisoft et représentent un relais de croissance important avec la promesse d'une rentabilité élevée : nombre de ces jeux ne sont pas entièrement gratuits à l'accès (0,99€ sur les smartphones, micropaiement ou publicité sur les jeux en ligne), les coûts de développement sont relativement faibles (~30x moins cher que la conception d'un jeu traditionnel sur PC, la recherche de la puissance graphique et du réalisme n'étant pas aussi poussés) et le coût d'acquisition des joueurs est modeste. 2/ La croissance du CA ne se prolongera pas sur le RO non IFRS attendu à 400M€ (< RO non IFRS 2021) en raison de la poursuite des surinvestissements qui ralentiront dès 2023. Le maintien du titre sur les niveaux actuels nous semble intégrer pour partie une prime spéculative alimentée par les rachats en 2022 d'Activision par Microsoft (69Md\$), de Zynga par Take-Two (11,2Md\$) et de Bungie par Sony (3,6Md\$).

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€)	2019-20	2020-21	2021-22e	2022-23e
Chiffre d'Affaires	2 241,0	2 128,5	2 567,7	2 823,8
EBITDA	1 058,5	1 022,5	1 069,8	1 213,8
EBITA non-IFRS	473,3	407,6	400,4	472,0
Résultat Financier	-51,6	-48,4	-35,9	-41,1
RN	105,2	79,5	110,0	190,3
RN part du groupe	105,2	79,5	110,0	190,3

Bilan (M€)	2019-20	2020-21	2021-22e	2022-23e
Total actif immobilisé	2 345,0	2 756,5	3 079,0	3 436,3
dont GW	220,7	132,1	132,1	132,1
BFR	70,7	-155,6	41,8	9,4
Fonds Propres totaux	1 665,0	1 809,1	1 919,1	2 109,4
Endettement Financier net	227,3	617,7	701,6	809,2

Financement (M€)	2019-20	2020-21	2021-22e	2022-23e
CAF	926,6	906,9	960,5	1 083,2
CAPEX	-850,0	-946,5	-1 061,2	-1 175,2
CAF / CAPEX	-1,1	-1,0	-0,9	-0,9
Variation de BFR	70,7	-155,6	41,8	9,4
Pay-Out	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Opérationnel	147,3	-195,2	-58,9	-82,6

Ratios de structure	2019-20	2020-21	2021-22e	2022-23e
Gearing	13,7%	34,1%	36,6%	38,4%
DN/EBITDA	0,2x	0,6x	0,7x	0,7x
GW/FP	13,3%	7,3%	6,9%	6,3%
Marge d'EBITA	21%	19%	15,6%	16,7%
Marge nette	5%	4%	4,3%	6,7%
ROE	6%	4%	5,7%	9,0%
ROCE	20%	16%	12,8%	13,7%

Données par action (€)	2019-20	2020-21	2021-22e	2022-23e
BPA	0,83	0,63	0,9	1,5
Dividende net	0,00	0,00	0,0	0,0
CAF / action	7,34	7,18	7,6	8,6
Actif net par action	13,52	14,69	15,6	17,1

Ratios boursiers	2019-20	2020-21	2021-22e	2022-23e
Cours moyen ou dernier	73,6 €	51,5 €	43,3 €	43,3 €
PER	88,3x	81,8x	49,7x	28,7x
P / CAF	10,0x	7,2x	5,7x	5,0x
Rdt du FCF opérationnel	1,6%	-2,8%	-1,0%	-1,3%
P / AN	5,4x	3,5x	2,8x	2,5x
VE / CA	4,2x	3,3x	2,5x	2,3x
VE/ EBITDA	8,8x	6,8x	5,6x	5,1x
VE/ EBITA	23,3x	19,9x	18,3x	15,5x

Analyse ESG

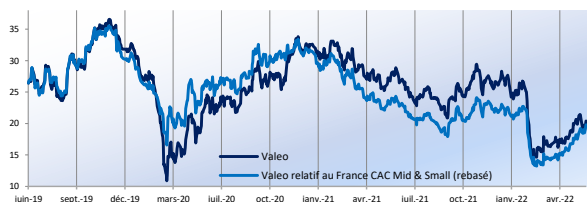
Rating Secteur	Rating Ubisoft	Critères FU	Notes	Controverse
		E 15,5TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) S Stress hydrique (6) 38,5% de femmes au Comex G Développement du capital humain (3,7) Indépendance du CdAdm (61,5%) Comportement éthique (5)		

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Données boursières

MNEMO / ISIN	FR-PAR / FR0013176526
Capitalisation	4 946 M€
Flottant	71,3%
Extrêmes 12 m (€)	14,0€ / 29,4€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+8,3%	+25,7%	-22,9%
Perf. relative CAC Mid&Small	+16,4%	+36,2%	-11,5%



Résultats et enjeux

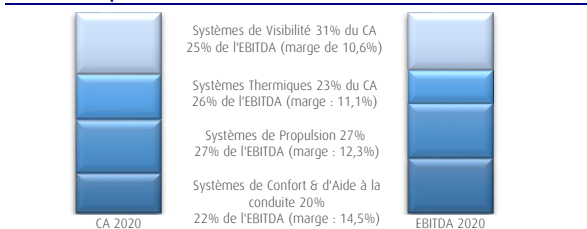
Les résultats 2021 ont été globalement solides et supérieurs aux guidances dans un environnement de marché pourtant changeant et complexe (cf Faurecia) : CA de 17Md€ (+6%pcc), marge d'EBITDA de 13,6% (vs 13/13,4% selon la guidance), contribution de la JV Valeo/Siemens à -255M€ (-50%, en ligne). Seul le FCF ressort plus bas (290M€ vs guidance entre 330/550M€) en raison d'achats d'anticipations liés aux perturbations d'approvisionnement.

Le nouveau DG, Ch. Périllat, a présenté le nouveau plan stratégique 2022-2025 « Move Up » avec comme axe fort de développement, les 4 mégatendances de l'industrie automobile de demain : l'Électrification (x3 en 2025 et x6,5 en 2035 vs 2021), les systèmes avancés d'aide à la conduite (x1,5 en 2025 et x8 en 2035 vs 2021), l'Éclairage et le Confort. Le groupe vise ainsi une accélération de la croissance, avec une surperformance de +5pts, et une amélioration de ses agrégats et ratios financiers en 2025 vs 2022 : 1/ CA 2025 à ~ 27,5Md€ (vs 19,2/20Md€ en 2022), 2/ marge d'EBITDA à ~ 14,5% (vs 11,8/12,3% en 2022), 3/ MOP d'~6,5% (vs 3,2%/3,7% en 2022), 4/ FCF à 800/1 000M€ (vs ~320Md€ en 2022), 5/ cession d'actifs non stratégiques pour ~500M€.

Bien que convaincus du potentiel de croissance sur ces 4 segments, nous ressortons déçus de cette présentation. Moins par les objectifs financiers à horizon 2025 (comme nous pouvions l'imaginer, des objectifs révisés en baisse vs ceux annoncés lors du plan de 2019 présenté avant l'épidémie de Covid) que par le timing de la montée en puissance de ces résultats (davantage sur 2024/2025 alors que 2022 et 2023 s'annoncent plus difficiles compte tenu de l'inflation des MP et des salaires) et l'amplitude de la progression (l'objectif de MOP de 6,5% en 2025 demeure < aux 7% visés en 2019 pour 2022 et < aux prévisions de Faurecia 2022 de 6,5% hors Hella).

Le début 2021 est plus solide, par rapport à nos attentes et aux concurrents, avec un 1T22 stable à pcc grâce à la très bonne performance du remplacement (+16%) qui compense la 1ère monte (-3%pcc). A défaut de visibilité sur le 2T, le ton se veut prudent de la part de la direction qui, bien que maintenant ses objectifs 2022, oriente désormais sur le bas de fourchette pour prendre en compte un contexte plus difficile à CT (volumes plus faibles liés à la Chine, inflation).

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€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	16 436,0	17 262,0	19 287,8	21 357,9
EBITDA	1 505,0	2 308,0	2 275,4	2 637,1
EBITA	-650,0	456,0	440,8	680,3
Résultat Financier	-81,0	36,0	-29,3	-26,9
RN	-1 070,0	245,0	204,2	395,4
RN part du groupe	-1 089,0	175,0	126,0	308,8

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	10 980,0	11 288,0	10 815,6	10 354,1
dont GW	2 512,0	2 552,0	2 552,0	2 552,0
BFR	-1 523,0	-1 299,0	-635,6	-703,8
Fonds Propres totaux	3 982,0	4 491,0	4 610,7	4 644,1
Endettement Financier net	2 944,0	3 104,0	3 399,9	2 986,8

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	1 356,9	2 080,8	2 056,2	2 357,0
CAPEX	-1 329,0	-1 329,0	-1 239,1	-1 372,1
CAF / CAPEX	-1,0	-1,6	-1,7	-1,7
Variation de BFR	266,0	-460,0	-663,4	68,2
Pay-Out	-7%	48%	287%	117%
FCF Opérationnel	293,9	291,8	153,7	1 053,1

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	74%	69%	74%	64%
DN/EBITDA	2,0x	1,3x	1,5x	1,1x
GW/FP	0,6	0,6	0,6	0,5
Marge d'EBITA	-4,0%	2,6%	2,3%	3,2%
Marge nette	-6,5%	1,4%	1,1%	1,9%
ROE	-26,9%	5,5%	4,4%	8,5%
ROCE	-8,7%	5,5%	5,1%	7,9%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	-3,3	0,7	0,4	1,1
Dividende net	0,3	0,4	1,5	1,5
CAF / action	5,6	8,6	8,5	9,7
Actif net par action	13,4	15,3	15,5	15,3

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	24,9 €	27,0 €	20,4 €	20,4 €
PER	-7,5x	36,5x	55,9x	17,7x
P / CAF	4,4x	3,1x	2,4x	2,1x
Rdt du FCF opérationnel	2,8%	2,1%	1,1%	9,3%
P / AN	1,9x	1,8x	1,3x	1,3x
VE / CA	0,6x	0,8x	0,8x	0,5x
VE / EBITDA	7,0x	6,0x	6,4x	4,3x
VE / EBITA	-16,3x	30,3x	32,9x	16,7x

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating Valeo	Critères FU	Notes	Controverse
		E 47,7TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) S Stress hydrique (10) 40,0% de femmes au Comex G Développement du capital humain (8,1) Indépendance du CdAdm (86,7%) Comportement éthique (5,9)		

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

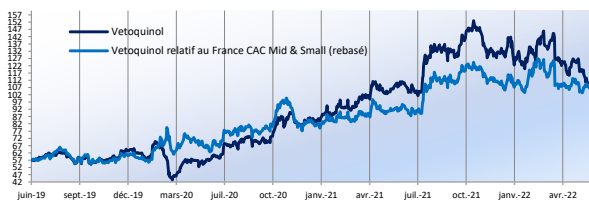
Source : FU

Données boursières

MNEMO / ISIN	VETO-PAR / FR0004186856
Capitalisation	1 307 M€
Flottant	32,6%
Extrêmes 12 m (€)	101,4€ / 153,0€

Performance (%)

	1m	3m	12m
Perf. absolue	-13,2%	-22,5%	-0,9%
Perf. relative CAC Mid&Small	-5,2%	-12,0%	+10,5%



Résultats et enjeux

Les résultats 2021 sont excellents, soutenus par un marché mondial de la santé animale extrêmement dynamique (+10%), la vive progression des ventes de « Produits Essentiels » à forte valeur ajoutée (+33%) et l'intégration en année pleine de Drontal® et Profender®. Le CA ressort à 521.3 M€ (+21.9% publié et 13.7%ppcc), le ROC à 101 M€ (+54.5%), soit une MOC de 19,3% (+400pb) au plus haut historique, traduisant i/un mix produits favorable (Produits Essentiels pour 57% du CA), ii /une bonne saturation de l'outil de production, iii/des Opex encore contenus malgré une forte hausse des dépenses au S2, en accompagnement du développement de Drontal et Profender d'une part, en soutien des nouveaux lancements majeurs Imoxi (antiparasitaire spot-on pour chats efficace sur les parasites internes et externes) et Phovia (produit de dermatologie) d'autre part. Au bilan, la trésorerie nette ressort positive de 54M€. Le dividende net est proposé à 0,8€/action.

2022 démarre plus timidement (CA T1 : +5.5% dont +2.2%cc), avec une contribution toujours solide des Produits Essentiels (+8%) mais un recul des ventes en Europe (-2.7%, 50%T) du fait d'un effet de base élevé. De fait, les lancements d'Imoxi®, de Phovia® et de Felpreva® en mars 2022 (antiparasitaire spot-on pour chats efficace sur les parasites internes et externes) vont soutenir la croissance, mais sans vraie surprise le marché va ralentir et se normaliser (+3%+4% attendu). De même les marges devraient se tasser pour intégrer l'inflation des coûts d'achat (matières premières, énergie, logistique) et le retour à des niveaux d'Opex plus normatifs (R&D cible à 7% du CA vs 6% en 2021).

Le Plan stratégique « In Motion 2017/2020 » se conclut par le repositionnement stratégique réussi de Vetoquinol : 1/Des marques fortes et mondiales, 2/ en animaux de compagnie et animaux d'élevage, 3/ dans 6 segments thérapeutiques, 4/ dans les principaux pays mondiaux de la santé animale. Un nouveau Plan stratégique est attendu au S2 2022 lequel devrait permettre de relever significativement les guidances et la MOP cible (14% dans le Plan 2017/2020). D'ici là nous estimons le titre à son prix.

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€)

	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	427,5	521,4	551,0	583,6
EBITDA	83,5	120,6	117,5	124,6
EBIT	65,3	99,4	95,2	101,1
Résultat Financier	-1,5	0,2	0,2	0,2
RN part du Groupe	19,2	61,2	58,5	62,8

Bilan (M€)

	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	338,9	349,4	346,5	344,3
dont GW	79,9	83,5	83,5	83,5
BFR	55,0	57,0	60,2	63,8
Fonds Propres totaux	371,8	441,4	490,4	544,3
Endettement Financier net	-4,6	-53,6	-102,3	-154,9

Financement (M€)

	2020	2021	2022e	2023e
CAF	36,0	81,0	79,5	84,9
CAPEX	10,2	13,8	18,0	20,0
CAF / CAPEX	3,5	5,9	4,4	4,2
Variation de BFR	-33,3	2,0	3,2	3,6
Pay-Out	31%	15%	15%	15%
FCF opérationnel	59,1	65,2	58,2	61,4

Ratios de structure

	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	-1%	-12%	-21%	-28%
DN/EBITDA	-0,1x	-0,4x	-0,9x	-1,2x
GW/FP	21,5%	18,9%	17,0%	15,3%
M/EBIT	15,3%	19,1%	17,3%	17,3%
Marge nette	4,5%	11,7%	10,6%	10,8%
ROE	5,2%	13,9%	11,9%	11,5%
ROCE	16,6%	24,5%	23,4%	24,8%

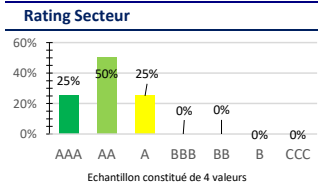
Données par action (€)

	2020	2021	2022e	2023e
BPA retraité	1,62	5,15	4,93	5,28
Dividende net	0,50	0,80	0,75	0,80
CAF / action	3,03	6,82	6,69	7,15
Actif net par action	31,29	37,15	41,27	45,81

Ratios boursiers

	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	67,3 €	115,2 €	110,0 €	110,0 €
PER	41,6x	22,4x	22,3x	20,8x
P / CAF	22,2x	16,9x	16,4x	15,4x
Rdt du FCF opérationnel	7,4%	5,0%	4,8%	5,3%
P / AN	2,2x	3,1x	2,7x	2,4x
VE / CA	1,9x	2,5x	2,2x	2,0x
VE / EBITDA	9,5x	10,9x	10,2x	9,2x
VE / EBIT	12,2x	13,2x	12,7x	11,4x

Analyse ESG



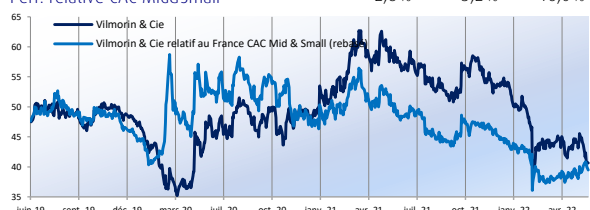
Rating Vetoquinol : société non notée par MSCI

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 à réduire les émissions de GES	Oui
Notation RSE 2020 dans l'indice GAIA : 76/100	

Données boursières

MNEMO / ISIN	RIN-PAR / FR0000052516
Capitalisation	932 M€
Flottant	24,1%
Extrêmes 12 m (€)	39,8€ / 59,3€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-5,2%	-7,3%	-27,4%
Perf. relative CAC Mid&Small	+2,8%	+3,2%	-16,0%



Résultats et enjeux

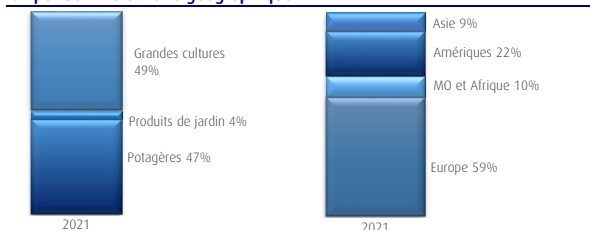
Le S1 est ressorti dynamique à 467,2 M€ de CA (+7.9% dont +6,6%pcc) recouvrant : 1/ une activité Potagère en légère baisse (-0.7%), 2/ une activité Grandes Cultures soutenue (+17.5% en publié et +15.7%pcc), plus particulièrement en Europe (colza) et au Brésil. Les résultats sont contrastés avec un ROP positif de +5.7 M€ et supérieur aux attentes du fait de la hausse de la marge sur coûts des ventes mais à l'inverse des mises en équivalence décevantes et en forte baisse à -29.6 M€ (vs -12 M€), pour des raisons en partie transitoires (retraitement de l'hyperinflation pour Seed Co, changement de méthode comptable pour AgReliant).

Le T3 est satisfaisant (+4.8% dont +4%pcc), excellent en Grandes cultures (+10.8% pcc) dans un contexte pourtant dégradé par le conflit russo-ukrainien (principale zone de production de tournesol et de maïs), décevant en Potagères (-3%pcc) dans un marché peu dynamique qui a connu un report partiel des cultures plein champs vers les cultures céréalières. S'agissant des activités russe et ukrainienne, non négligeables à l'échelle du groupe (CA 140M€), 50% ont été sécurisées au S1, c'est-à-dire facturées et converties en euro.

Dans ce contexte, et pour intégrer les conséquences de la situation ukrainienne et la hausse du coût des intrants (transport et énergie), les guidances sont révisées en baisse, pour la 2ème fois consécutive au cours de l'exercice : 1/ CA ajusté à environ +5% vs +4% dont i/Potagères : proche de +2% vs +3%, ii/Grandes Cultures : entre +7% et +8% vs +6%, 2/ MOP ajustée à « au moins » +7,5% vs « au moins » 8,5%. Surtout la contribution des mises en équivalence (SME) est révisée de 30M€ à 26M€ et désormais +20M€ du fait d'une activité moins favorable pour AgReliant et un transfert des surfaces du maïs vers le soja, moins rentable. Les effets changes sur le rouble sont un élément d'incertitude complémentaire.

Nos estimations de profit et notre objectif de cours sont révisés en baisse. Notre opinion reste néanmoins positive du fait des bons fondamentaux et de multiples de valorisation toujours dépréciée.

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	1 560,3	1 627,4
EBITDA	348,0	367,0	365,5	396,8
EBIT	109,9	142,2	120,4	141,1
Résultat Financier	-53,3	-46,9	-37,3	-35,8
RN part du Groupe	66,3	108,1	89,0	111,3

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	1 909,1	1 939,8	1 935,7	1 921,1
dont GW	434,9	429,5	429,5	429,5
BFR	487,0	464,9	485,8	506,3
Fonds Propres totaux	1 229,8	1 329,0	1 356,3	1 403,8
Endettement Financier net	1 004,1	934,3	918,8	872,2

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	282,3	322,3	314,1	346,9
CAPEX	242,0	241,0	241,0	241,0
CAF / CAPEX	1,2	1,3	1,3	1,4
Variation de BFR	-63,6	-22,1	20,9	20,4
Pay-Out	35%	34%	44%	37%
FCF opérationnel	103,9	103,4	52,2	85,5

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	81,6%	70,3%	67,7%	62,1%
DN/EBITDA	2,9x	2,5x	2,5x	2,2x
GW/FP	35,4%	32,3%	31,7%	30,6%
M/EBIT	8%	10%	7,7%	8,7%
Marge nette	5%	7%	5,7%	6,8%
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	3,9	4,9
Dividende net	1,00	1,60	1,7	1,8
CAF / action	12,32	14,07	13,7	15,1
Actif net par action	53,01	55,91	57,1	59,2

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	45,8 €	52,2 €	40,7 €	40,7 €
PER	15,8x	11,1x	10,5x	8,4x
P / CAF	3,7x	3,7x	3,0x	2,7x
Rdt du FCF opérationnel	5,1%	4,9%	2,8%	4,7%
P / AN	0,9x	0,9x	0,7x	0,7x
VE / CA	1,2x	1,2x	1,0x	1,0x
VE / EBITDA	5,4x	5,5x	4,9x	4,4x
VE / EBIT	14,1x	12,9x	13,7x	11,8x

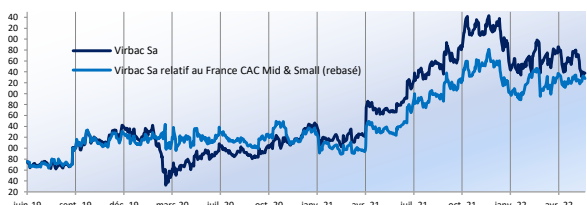
Analyse ESG

Rating Secteur	Rating Vilmorin	Critères FU	Notes	Controverse
	AA Score : 8,1 Stable vs préc.	E 36,1TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) S Stress hydrique (4,3) 44,4% de femmes au Comex Développement du capital humain (7,3) G Indépendance du CdAdm (88,9%) Comportement éthique (5,7)	★★★★★ ★★★ ★★★★★ ★★★★★ ★★★★★	

Données boursières

MNEMO / ISIN	VIRP-PAR / FR0000031577
Capitalisation	2 855 M€
Flottant	49,5%
Extrêmes 12 m (€)	279,0€ / 443,0€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-5,9%	-15,3%	+21,2%
Perf. relative CAC Mid&Small	+2,2%	-4,8%	+32,6%



Résultats et enjeux

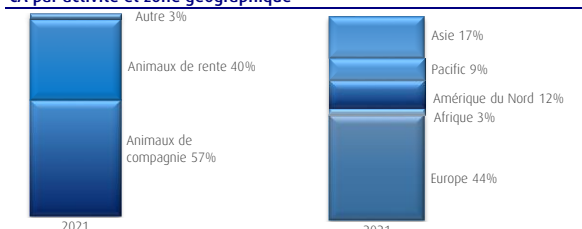
2021 aurait dû être une année de consolidation, elle sera une année de forte croissance de l'activité et des marges dans un marché dynamique, toutes zones et tous segments confondus. Le CA ressort à 1064M€ (+13.9% publié, +18.4%pcc, hors Sentinel déconsolidé à 100%), le ROC à 167.6M€ (+34%), la MOP à 15.8% (+240pb), portée par : i/ un fort effet volume, ii/ des Opex plutôt contenus malgré un rebond des dépenses commerciales, marketing et de transport, iii/ un effet one-off positif de 5M€ suite au deal avec Elanco. Le RN en revanche recule fortement à 113M€ vs un résultat 2020 majoré de la plus-value sur la cession de Sentinel (65M€). Le bilan est solide, la situation de trésorerie nette positive de 73,8M€ après rachat des minoritaires dans Centrovet (55M€), acquisition de la gamme de petfood d'iVet aux USA et des droits mondiaux pour 2 produits de dermatologie, Clomicalm et Itrafungol. Le dividende est proposé à 1.25€ (vs 0.75 €).

Le T1 est excellent, en hausse de +19.3% et +16.2%pcc, en avance sur la feuille de route. Dans ces conditions, le groupe relève sa guidance et anticipe désormais : i/une croissance de +5% à +8% de son CA, ii/une marge d'EBITA d'environ 15% à tcc (-80pb), avec un surinvestissement volontaire en R&D de ~1% du CA vs 2021, iii/un désendettement d'environ 60M€ à pcc. Si l'inflation est un point de vigilance, les accords de fourniture de matières, d'énergie et les accords salariaux semblent limiter le risque pour l'année en cours et couverts par les hausses de tarifs.

Les grandes lignes stratégiques à horizon 2030 sont confirmées : 1/ la focalisation sur les produits à fort potentiel qui exigera de l'innovation et des ressources R&D externalisées accrues. Le pipeline est déjà dense et bien assuré pour 2022 (76M€ de CA à maturité) et 2023 (69M€), ce qui alimentera la croissance, 2/La Chine, 2ème plus grand marché au monde, où la force commerciale va beaucoup augmenter en 2022, 3/La recherche de cibles avec pour priorités les Vaccins et les Spécialités d'une part, les USA et l'Europe d'autre part, 4/ Une MOP cible de 20% d'ici 2030, avec une visibilité encore mal assurée au-delà de 2023 et un mix qui ne sera pas forcément très favorable à CT (hausse du Petfood).

Le titre reste de grande qualité, avec des multiples assez en phase avec ses comparables. Acheter sur repli.

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(US), Heska Corp (US), Idess Labs (US), Elanco Animals (US), Phibro Animal Health (US), Kindred Biosciences (US), Jaguar Health (US)

Compte de Résultat (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	934,2	1 064,0	1 155,5	1 239,8
EBITDA	165,1	204,0	222,7	243,7
EBITA	124,9	167,6	174,9	192,5
EBIT	183,7	167,6	170,6	188,2
RN part du Groupe	136,0	113,2	122,7	135,4

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	539,7	576,9	589,1	597,8
dont GW	133,5	142,2	142,2	142,2
BFR	108,2	127,7	138,7	148,8
Fonds Propres totaux	655,2	725,2	837,0	960,2
Endettement Financier net	-63,4	-73,8	-156,0	-253,7

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	120,7	156,5	163,8	180,0
CAPEX	29,0	47,2	60,0	60,0
CAF / CAPEX	4,2	3,3	2,7	3,0
Variation de BFR	-5,6	19,5	11,0	10,1
Pay-Out	4,7%	9,3%	10,0%	10,0%
FCF opérationnel	97,3	89,9	92,8	109,9

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	-10%	-10%	-19%	-26%
DN/EBITDA	-0,4x	-0,4x	-0,7x	-1,0x
GW/FP	20,4%	19,6%	17,0%	14,8%
M/EBIT	13,4%	15,8%	15,1%	15,5%
Marge nette	14,6%	10,6%	10,6%	10,9%
ROE	21,9%	15,6%	14,7%	14,1%
ROCE	18,3%	24,0%	23,4%	25,2%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	9,09	13,38	14,50	16,01
Dividende net	0,75	1,25	1,45	1,60
CAF / action	14,27	18,50	19,36	21,28
Actif net par action	72,67	84,46	97,51	111,92

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	198,7 €	310,6 €	337,5 €	337,5 €
PE	21,9x	23,2x	23,3x	21,1x
P / CAF	13,9x	16,8x	17,4x	15,9x
Rdt du FCF opérationnel	6,0%	3,5%	3,4%	4,2%
P / AN	2,7x	3,7x	3,5x	3,0x
VE / CA	1,7x	2,4x	2,3x	2,1x
VE/ EBITDA	9,8x	12,5x	12,1x	10,7x
VE/ EBIT	12,9x	15,2x	15,4x	13,5x

Analyse ESG

Rating Secteur	Rating Virbac	Critères FU	Notes	Controverse
		E 18,4TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2) S Stress hydrique (n.d) 42,9% de femmes au Comex Développement du capital humain (2,8)	★★★★★ n.d ★★★★★ ★★★★★ ★★★★★	
		G Indépendance du CdAdm (57,1%) Comportement éthique (5,9)	★★★★★ ★★★★★	

■ 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 : 20 juin 2022

■ Performances des indices

Indices internationaux	Cours au 20/06/2022	Performance (monnaie locale)		Performance (euro)	
		1T-2022	YTD	1T-2022	YTD
EUROPE					
Stoxx Europe 600	407,1	-6,5%	-16,5%	-6,5%	-16,5%
France CAC 40	5 920,1	-6,9%	-17,2%	-6,9%	-17,2%
France CAC 40 (div. réinvestis)		-6,7%	-15,1%	-6,7%	-15,1%
France SBF 120	4 596,2	-6,9%	-17,1%	-6,9%	-17,1%
France CAC Mid & Small	13 274,6	-3,0%	-14,4%	-3,0%	-14,4%
Germany DAX (TR)	13 265,6	-9,3%	-16,5%	-9,3%	-16,5%
FTSE 100	7 121,8	+1,8%	-3,6%	+1,1%	-5,8%
IBEX 35	8 286,0	-3,1%	-4,9%	-3,1%	-4,9%
Switzerland SMI (PR)	10 485,9	-5,5%	-18,6%	-4,5%	-17,2%
FTSE MIB	22 004,1	-8,5%	-19,5%	-8,5%	-19,5%
Greece ATHEX Composite	831,8	-1,6%	-6,9%	-1,6%	-6,9%
Russia	1 357,6	-36,0%	-14,9%	-34,8%	-8,5%
US					
S&P 500	3 674,8	-4,9%	-22,9%	-2,8%	-16,2%
NASDAQ Composite Index	10 798,4	-9,1%	-31,0%	-7,1%	-24,9%
Dow Jones 30 Industrials	29 888,8	-4,6%	-17,7%	-2,5%	-10,6%
AFRIQUE					
Morocco MADEX	12 134,2	-4,0%	-9,2%	-6,0%	-9,7%
FTSE JSE 40	60 073,8	+2,2%	-10,4%	+14,1%	-3,7%
ASIE					
Japan Nikkei 225	25 771,2	-3,4%	-10,5%	-6,6%	-17,9%
SSE A Share Index	3 474,5	-10,6%	-8,9%	-8,2%	-6,3%
India S&P BSE SENSEX	51 597,8	+0,5%	-11,4%	+0,8%	-8,9%
AMERIQUE LATINE					
Brazil Bovespa Index	99 852,7	+14,5%	-4,7%	+36,8%	+10,9%
MSCI					
MSCI World Index	1 947,6	-5,0%	-20,9%	-3,4%	-16,4%
MSCI EM (Emerging Markets)	59 604,7	-6,5%	-14,9%	-5,3%	-11,3%
Changes					
Euro/\$	1,1	-2,2%	-7,3%		+0,0%
Euro/Rouble	58,5	+7,4%	-31,4%		-26,0%
Bitcoin (CME) Continuous	20 470,0	-4,7%	-57,3%	-2,6%	-53,6%
Matières premières					
Gold (NYM \$/ozt) Continuous	1 840,6	+6,4%	-0,1%	+8,8%	+8,7%
Gold NYMEX Near Term (\$/ozt)	1 835,6	+6,7%	+0,4%	+9,0%	+9,2%

Source : FactSet

■ Statistiques Cac All-Tradable (Source FactSet)

Performances

Les plus élevées

Sociétés	Performance	Cours au	Extrêmes 12m	
	YTD	20/06/2022	+ bas	+ haut
Dassault Aviation SA	+60,2%	152,2 €	83,6 €	165,4 €
Thales SA	+54,1%	115,3 €	70,9 €	129,0 €
CGG	+48,6%	0,9 €	0,6 €	1,2 €
Gaztransport & Technig	+44,4%	118,8 €	63,0 €	133,4 €
Albioma	+44,3%	49,5 €	31,1 €	50,7 €
Eramet SA	+44,0%	103,6 €	51,9 €	160,2 €
Vallourec SA	+38,1%	12,2 €	6,2 €	13,9 €
SES SA FDR (Class A)	+22,9%	8,6 €	6,3 €	9,0 €
Getlink SE	+19,8%	17,5 €	12,8 €	18,7 €
Aéroports de Paris SA	+17,6%	133,2 €	96,4 €	146,8 €
Orange SA	+17,2%	11,0 €	9,0 €	11,8 €
Carrefour SA	+15,6%	18,6 €	14,6 €	21,2 €
Edenred SA	+12,9%	45,8 €	36,5 €	51,1 €
TotalEnergies SE	+12,6%	50,3 €	34,9 €	56,5 €
Ipsos SA	+10,1%	45,4 €	34,1 €	47,6 €

Les plus faibles

Sociétés	Performance	Cours au	Extrêmes 12m	
	YTD	20/06/2022	+ bas	+ haut
Orpea SA	-73,9%	23,0 €	20,8 €	110,3 €
Atos SE	-65,1%	13,1 €	12,4 €	52,7 €
Elior Group SA	-59,8%	2,6 €	2,3 €	7,3 €
Valneva SE	-58,1%	10,3 €	7,5 €	28,5 €
Maisons du Monde SA	-50,4%	10,1 €	9,5 €	21,3 €
Korian SA	-46,3%	15,0 €	14,2 €	33,9 €
Faurecia Societe europe	-45,0%	20,9 €	17,7 €	44,0 €
Solutions 30 SE	-43,2%	4,0 €	3,7 €	9,4 €
Sartorius Stedim Biotecl	-42,6%	276,7 €	276,7 €	548,2 €
Nexity SA Class A	-41,7%	24,1 €	23,4 €	44,3 €
Casino, Guichard-Perrac	-38,7%	14,2 €	13,5 €	26,9 €
Trigano SA	-38,5%	105,1 €	101,9 €	191,8 €
Derichebourg SA	-37,5%	6,3 €	6,2 €	11,9 €
Hermes International SC	-35,8%	985,8 €	970,2 €	1 675,5 €
Dassault Systemes SA	-35,2%	33,9 €	33,5 €	56,2 €

Potentiels

Les plus élevées

Sociétés	Cours au	Objectif	Potentiel
	20/06/2022	Consensus	
Orpea SA	23,0 €	55,4 €	+141,0%
Korian SA	15,0 €	31,0 €	+107,4%
Trigano SA	105,1 €	199,1 €	+89,5%
Nexity SA Class A	24,1 €	44,3 €	+83,8%
Solutions 30 SE	4,0 €	7,3 €	+81,8%
Derichebourg SA	6,3 €	11,5 €	+81,6%
Verallia SAS	23,6 €	41,2 €	+74,6%
ArcelorMittal SA	24,5 €	42,7 €	+74,1%
Wendel SE	77,0 €	131,5 €	+70,8%
Compagnie de Saint-Gobain SA	44,0 €	74,7 €	+69,7%
Aperam SA	31,3 €	52,8 €	+68,7%
Eramet SA	103,6 €	174,6 €	+68,5%
Soitec SA	145,1 €	243,9 €	+68,1%
Worldline SA	35,5 €	59,3 €	+67,1%
SEB SA	91,2 €	152,2 €	+66,9%

Les plus faibles

Sociétés	Cours au	Objectif	Potentiel
	20/06/2022	Consensus	
Aéroports de Paris SA	133,2 €	116,9 €	-12,3%
Getlink SE	17,5 €	15,9 €	-9,1%
Neoen S.A.	37,6 €	35,9 €	-4,3%
Carmila SA	14,6 €	14,1 €	-3,7%
Klepierre SA	20,5 €	20,7 €	+0,8%
Albioma	49,5 €	53,6 €	+8,3%
Eutelsat Communications SA	10,9 €	11,9 €	+9,2%
Orange SA	11,0 €	12,3 €	+11,4%
Dassault Aviation SA	152,2 €	170,7 €	+12,1%
Valeo SE	20,4 €	22,9 €	+12,3%
Gaztransport & Technigaz SA	118,8 €	133,5 €	+12,4%
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled	54,8 €	61,7 €	+12,7%
Air France-KLM SA	1,4 €	1,5 €	+12,9%
Danone SA	52,0 €	58,8 €	+13,1%
Nexans SA	80,2 €	90,9 €	+13,4%

PER

Les plus élevées

Sociétés	Cours au		
	20/06/2022	2021e	2022e
Neoen S.A.	37,6 €	67,6x	52,2x
Getlink SE	17,5 €	93,3x	40,9x
Interparfums	45,1 €	39,0x	34,8x
Hermes International SCA	985,8 €	37,7x	33,6x
Aéroports de Paris SA	133,2 €	76,4x	33,2x
Bolloré SE	4,9 €	118,9x	30,0x
Dassault Systemes SA	33,9 €	31,7x	28,9x
Sartorius Stedim Biotech SA	276,7 €	30,1x	28,5x
L'Oreal S.A.	308,5 €	29,9x	27,5x
Accor SA	28,6 €	76,5x	25,6x
Remy Cointreau SA	155,0 €	28,6x	25,4x
Valneva SE	10,3 €	-	25,1x
Edenred SA	45,8 €	28,1x	24,7x
Gaztransport & Technigaz SA	118,8 €	35,7x	23,7x
Albioma	49,5 €	26,2x	22,8x

Les plus faibles

Sociétés	Cours au		
	20/06/2022	2021e	2022e
Renault SA	26,4 €	4,9x	3,3x
ArcelorMittal SA	24,5 €	2,0x	3,4x
Atos SE	13,1 €	5,7x	4,1x
Derichebourg SA	6,3 €	4,6x	4,8x
Faurecia Societe europeenne	20,9 €	10,5x	5,0x
TotalEnergies SE	50,3 €	4,3x	5,2x
Scor SE	21,6 €	9,3x	5,2x
Societe Generale S.A. Class A	23,5 €	6,2x	5,3x
Eramet SA	103,6 €	3,7x	5,4x
Aperam SA	31,3 €	3,4x	5,6x
Credit Agricole SA	9,2 €	6,9x	6,0x
Television Francaise 1 SA	7,1 €	6,9x	6,1x
ALD SA	11,8 €	5,1x	6,2x
Trigano SA	105,1 €	6,9x	6,3x
Wendel SE	77,0 €	6,4x	6,3x

PEG

Les plus élevées

Sociétés	Cours au		
	20/06/2022	2021e	2022e
Fnac Darty SA	42,8 €	26,1x	24,4x
Television Francaise 1 SA	7,1 €	13,7x	12,2x
Carmila SA	14,6 €	8,7x	8,2x
CGG	0,9 €		7,8x
Ipsen SA	83,2 €	5,5x	5,5x
Interparfums	45,1 €	5,6x	5,0x
Hermes International SCA	985,8 €	4,7x	4,2x
Gecina SA	97,3 €	4,4x	4,2x
Bureau Veritas SA	24,3 €	3,6x	3,4x
La Francaise des Jeux SA	33,1 €	3,4x	3,2x
bioMerieux SA	84,1 €	3,2x	3,1x
L'Oreal S.A.	308,5 €	3,2x	3,0x
Danone SA	52,0 €	3,2x	2,9x
Klepierre SA	20,5 €	3,1x	2,9x
Dassault Systemes SA	33,9 €	3,1x	2,8x

Les plus faibles

Sociétés	Cours au		
	20/06/2022	2021e	2022e
Faurecia Societe europeenne	20,9 €	0,0x	0,0x
Renault SA	26,4 €	0,1x	0,1x
Casino, Guichard-Perrachon SA	14,2 €	0,2x	0,1x
Valeo SE	20,4 €	0,3x	0,1x
Plastic Omnium SE	16,8 €	0,3x	0,2x
Vallourec SA	12,2 €	0,4x	0,2x
Sodexo SA	67,6 €	0,3x	0,2x
VINCI SA	85,1 €	0,3x	0,3x
JCDecaux SA	16,9 €	0,5x	0,3x
Accor SA	28,6 €	1,1x	0,4x
Soitec SA	145,1 €	0,5x	0,4x
Alstom SA	24,8 €	0,5x	0,4x
Eiffage SA	88,3 €	0,4x	0,4x
Euroapi SA	14,5 €	0,6x	0,4x
Bouygues SA	30,7 €	0,6x	0,4x

VE / CA

Les plus élevées

Sociétés	Cours au		VE / CA	
	20/06/2022	2021e	2021e	2022e
Covivio SA	57,0 €	22,5x	22,3x	
Gecina SA	97,3 €	23,0x	22,0x	
Icade SA	48,2 €	15,4x	15,3x	
Neoen S.A.	37,6 €	15,8x	14,4x	
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled	54,8 €	14,0x	13,2x	
Klepierre SA	20,5 €	13,3x	12,7x	
Carmila SA	14,6 €	12,2x	12,0x	
Mercialys SA	8,4 €	11,1x	11,0x	
Getlink SE	17,5 €	12,7x	10,9x	
Gaztransport & Technigaz SA	118,8 €	13,9x	10,2x	
Hermes International SCA	985,8 €	9,1x	8,1x	
McPhy Energy SA	14,3 €	13,0x	7,6x	
Dassault Systemes SA	33,9 €	8,2x	7,4x	
Sartorius Stedim Biotech SA	276,7 €	7,3x	6,5x	
Euronext NV	75,0 €	6,8x	6,4x	

Les plus faibles

Sociétés	Cours au		VE / CA	
	20/06/2022	2021e	2021e	2022e
Technip Energies NV	12,3 €	-0,1x	-0,1x	
Fnac Darty SA	42,8 €	0,2x	0,1x	
Renault SA	26,4 €	0,2x	0,1x	
Casino, Guichard-Perrachon SA	14,2 €	0,2x	0,2x	
Derichebourg SA	6,3 €	0,3x	0,2x	
Carrefour SA	18,6 €	0,3x	0,2x	
Atos SE	13,1 €	0,3x	0,3x	
ArcelorMittal SA	24,5 €	0,3x	0,3x	
Solutions 30 SE	4,0 €	0,4x	0,3x	
Scor SE	21,6 €	0,3x	0,3x	
Aperam SA	31,3 €	0,3x	0,3x	
Elior Group SA	2,6 €	0,4x	0,3x	
Bouygues SA	30,7 €	0,4x	0,3x	
Plastic Omnium SE	16,8 €	0,4x	0,3x	
Valeo SE	20,4 €	0,4x	0,4x	

VE / EBITDA

Les plus élevées

Sociétés	Cours au		VE / EBITDA	
	20/06/2022	2021e	2021e	2022e
Gecina SA	97,3 €	28,7x	27,3x	
ALD SA	11,8 €	19,3x	26,9x	
Covivio SA	57,0 €	26,4x	25,6x	
Interparfums	45,1 €	23,5x	21,4x	
Dassault Systemes SA	33,9 €	21,9x	19,8x	
Getlink SE	17,5 €	24,5x	19,7x	
Hermes International SCA	985,8 €	21,1x	18,7x	
Sartorius Stedim Biotech SA	276,7 €	20,3x	18,6x	
Gaztransport & Technigaz SA	118,8 €	26,7x	17,7x	
L'Oreal S.A.	308,5 €	19,0x	17,4x	
Neoen S.A.	37,6 €	18,6x	17,3x	
Icade SA	48,2 €	17,3x	16,9x	
Carmila SA	14,6 €	17,7x	16,8x	
Remy Cointreau SA	155,0 €	17,9x	15,9x	
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled	54,8 €	16,7x	15,6x	

Les plus faibles

Sociétés	Cours au		VE / EBITDA	
	20/06/2022	2021e	2021e	2022e
Technip Energies NV	12,3 €	-0,9x	-1,2x	
Renault SA	26,4 €	1,8x	1,2x	
Television Francaise 1 SA	7,1 €	1,8x	1,6x	
ArcelorMittal SA	24,5 €	1,3x	1,8x	
Fnac Darty SA	42,8 €	3,1x	2,0x	
Eramet SA	103,6 €	1,9x	2,4x	
Casino, Guichard-Perrachon SA	14,2 €	2,8x	2,5x	
Derichebourg SA	6,3 €	2,9x	2,6x	
Atos SE	13,1 €	2,9x	2,6x	
CGG	0,9 €	3,4x	2,7x	
Solutions 30 SE	4,0 €	3,9x	2,7x	
TotalEnergies SE	50,3 €	2,5x	2,8x	
Valeo SE	20,4 €	3,7x	3,0x	
Plastic Omnium SE	16,8 €	3,9x	3,1x	
Aperam SA	31,3 €	2,4x	3,1x	

Rendements

Les plus élevées

Sociétés	Cours au 20/06/2022	Rendements	
		2021e	2022e
Coface SA	10,3 €	14,6%	13,0%
Mercialys SA	8,4 €	11,6%	11,3%
Nexity SA Class A	24,1 €	10,4%	10,5%
ALD SA	11,8 €	9,2%	9,9%
Icade SA	48,2 €	8,7%	9,1%
Credit Agricole SA	9,2 €	8,7%	9,0%
ENGIE SA.	11,5 €	8,5%	8,8%
Scor SE	21,6 €	8,4%	8,7%
Eutelsat Communications SA	10,9 €	8,3%	8,6%
Rubis SCA	22,8 €	8,2%	8,5%
Klepierre SA	20,5 €	8,1%	8,4%
Metropole Television SA	14,8 €	7,9%	8,4%
Amundi SA	48,8 €	7,6%	8,1%
BNP Paribas S.A. Class A	48,3 €	7,3%	7,9%
Television Francaise 1 SA	7,1 €	7,3%	7,9%

Les plus faibles

Sociétés	Cours au 20/06/2022	Rendements	
		2021e	2022e
CGG	0,9 €	0,0%	0,0%
Soitec SA	145,1 €	0,0%	0,0%
Air France-KLM SA	1,4 €	0,0%	0,0%
Ubisoft Entertainment SA	43,3 €	0,0%	0,0%
Solutions 30 SE	4,0 €	0,0%	0,0%
Valneva SE	10,3 €	0,0%	0,0%
McPhy Energy SA	14,3 €	0,0%	0,0%
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled	54,8 €	0,0%	0,0%
Euroapi SA	14,5 €	0,0%	0,0%
Elior Group SA	2,6 €	0,0%	0,1%
Worldline SA	35,5 €	0,0%	0,2%
Neoen S.A.	37,6 €	0,0%	0,3%
Vallourec SA	12,2 €	0,0%	0,3%
Aéroports de Paris SA	133,2 €	0,0%	0,4%
Dassault Systemes SA	33,9 €	0,0%	0,6%



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