Guide des Valeurs Suivies

déc-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
Initiation de couverture	8
Valeurs suivies	9 - 40
Données de marché	41 - 46

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.

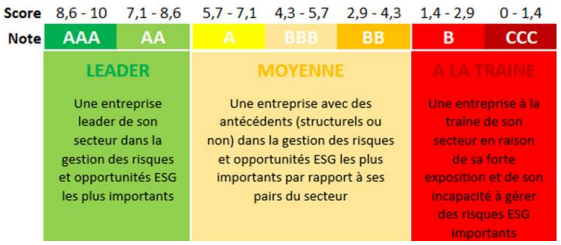
METHODOLOGIE ESG

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



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

Controverses ESG

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

Mesures d'impact

PILIER ENVIRONNEMENT :

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

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

PILIER SOCIAL :

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

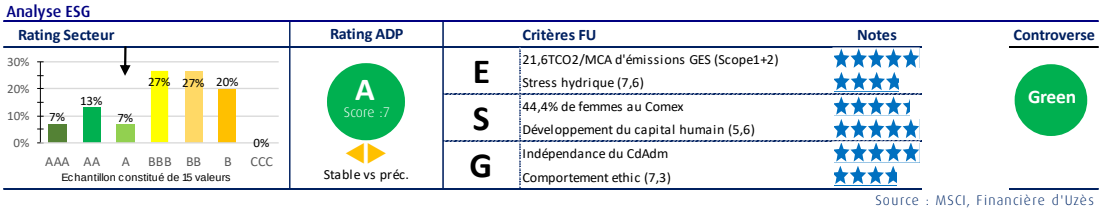
Développement du capital humain
Le développement du capital humain est un indicateur central dans l'analyse du climat social des entreprises. L'analyse porte sur la capacité des entreprises à attirer et retenir les talents, à former ses collaborateurs et à développer leurs compétences.

PILIER GOUVERNANCE :

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

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

Analyse ESG



Source : MSCI, Financière d'Uzès

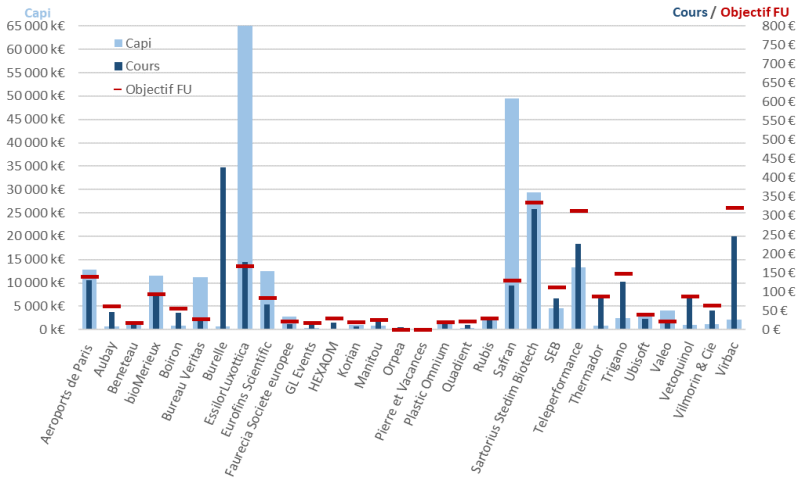
Synthèse des potentiels

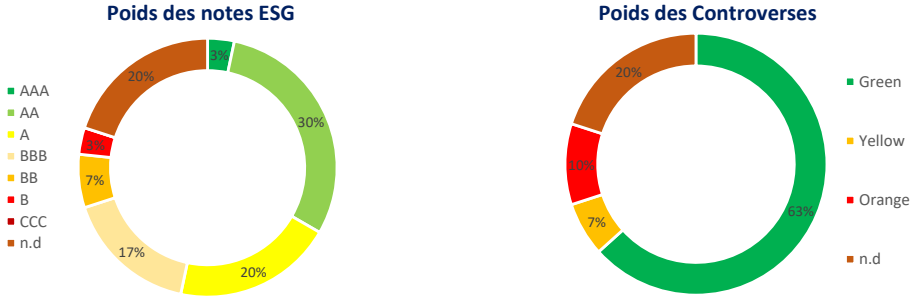
Potentiel > +20 %		
Korian		+118,0%
Quadient		+86,0%
HEXAOM		+68,0%
Faurecia Societe europee		+56,1%
Plastic Omnium		+47,1%
Ubisoft		+44,2%
Teleperformance		+39,2%
Valeo		+36,8%
Beneteau		+34,3%
Aubay	«Les essentielles»	+34,2%
SEB	«Les essentielles»	+34,1%
Virbac		+30,7%
Pierre et Vacances		+29,0%
Vilmorin & Cie		+28,9%
Eurofins Scientific	«Les essentielles»	+28,1%
Rubis		+25,8%
Boiron		+23,3%
Manitou		+22,6%
GL Events		+21,7%
Potentiel compris entre +10 % et +20 %		
Trigano		+18,1%
Bureau Veritas		+13,2%
Safran	«Les essentielles»	+12,3%
Potentiel compris entre 0 % et +10 %		
Aeroports de Paris		+8,2%
Sartorius Stedim Biotech	«Les essentielles»	+5,8%
Vetoquinol		+4,6%
Potentiel < 0 %		
bioMerieux	«Les essentielles»	-1,6%
Thermador		-2,2%
EssilorLuxottica	«Les essentielles»	-6,1%

■ Synthèse des valorisations

Société	Rating / ESG	Controverse	Cours au 07/12/2022	Objectif FU	Potentiel %	Objectif FactSet (1)	Potentiel %
Aeroports de Paris	A	Green	130,2 €	140,8 €	+8,2%	127,2 €	-2,3%
Aubay	B	Green	46,2 €	61,9 €	+34,2%	63,3 €	+37,2%
Beneteau	BB	Green	13,7 €	18,4 €	+34,3%	18,7 €	+36,7%
bioMerieux	AA	Green	96,1 €	94,6 €	-1,6%	104,9 €	+9,1%
Boiron	BBB	Green	45,1 €	55,6 €	+23,3%	53,7 €	+19,0%
Bureau Veritas	AA	Green	25,0 €	28,2 €	+13,2%	27,8 €	+11,2%
Burelle	n.d	n.d	427,0 €	n.d	n.d	n.d	n.d
EssilorLuxottica	AA	Yellow	178,2 €	167,4 €	-6,1%	182,2 €	+2,2%
Eurofins Scientific	BBB	Green	65,4 €	83,8 €	+28,1%	79,5 €	+21,6%
Faurecia Societe europee	BB	Green	14,4 €	22,4 €	+56,1%	20,6 €	+43,3%
GL Events	n.d	n.d	15,0 €	18,3 €	+21,7%	20,4 €	+35,7%
HEXAOM	n.d	n.d	18,6 €	31,3 €	+68,0%	32,5 €	+74,9%
Korian	A	Orange	9,4 €	20,5 €	+118,0%	24,7 €	+162,4%
Manitou	A	Green	22,0 €	27,0 €	+22,6%	24,2 €	+10,2%
Orpea	BBB	Orange	6,7 €	Suspendu	-	14,5 €	+115,4%
Pierre et Vacances	n.d	n.d	1,0 €	1,3 €	+29,0%	1,5 €	+53,4%
Plastic Omnium	A	Green	14,0 €	20,5 €	+47,1%	17,4 €	+24,8%
Quadient	AA	Green	12,4 €	23,0 €	+86,0%	23,4 €	+89,6%
Rubis	AA	Green	24,0 €	30,1 €	+25,8%	33,6 €	+40,3%
Safran	BBB	Green	115,9 €	130,2 €	+12,3%	138,5 €	+19,4%
Sartorius Stedim Biotech	BBB	Green	318,3 €	336,8 €	+5,8%	414,7 €	+30,3%
SEB	A	Green	83,3 €	111,7 €	+34,1%	98,4 €	+18,2%
Teleperformance	AA	Orange	226,0 €	314,5 €	+39,2%	369,0 €	+63,3%
Thermador	n.d	n.d	89,8 €	87,8 €	-2,2%	97,0 €	+8,0%
Trigano	A	Green	125,7 €	148,4 €	+18,1%	43,9 €	-65,1%
Ubisoft	AA	Yellow	28,1 €	40,6 €	+44,2%	43,9 €	+56,0%
Valeo	AAA	Green	16,8 €	23,0 €	+36,8%	20,7 €	+23,0%
Vetoquinol	n.d	n.d	83,9 €	87,8 €	+4,6%	115,7 €	+37,9%
Vilmorin & Cie	AA	Green	49,7 €	64,0 €	+28,9%	67,5 €	+35,9%
Virbac	AA	Green	246,0 €	321,5 €	+30,7%	340,9 €	+38,6%

(1) L'objectif FactSet au 07/12/2022 correspond au consensus réalisé par FactSet à partir des données des analystes





Initiation de couverture

Société	Date initiation de couverture	Cours en €	Objectif de cours
TRIGANO	07/12/2022	125,7 €	148,4 €

Fiches Valeurs

AEROPORTS DE PARIS

Secteur : Services aux entreprises

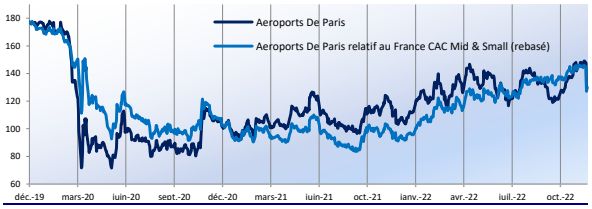
Cours au 07/12/2022 **130,2 €**

Objectif **140,8€ (+8,2%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	ADP-PAR / FR0010340141
Capitalisation	12 880 M€
Flottant	26,2%
Extrêmes 12 m (€)	103,4€ / 149,1€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-4,9%	-3,2%	+20,7%
Perf. relative CAC Mid&Small	-8,3%	-6,1%	+33,6%



Résultats et enjeux

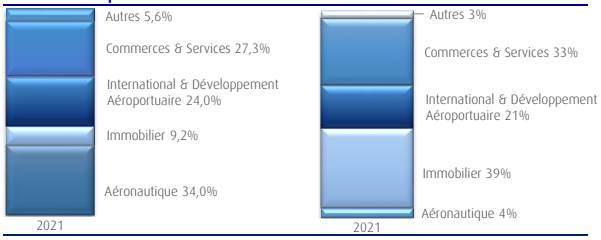
Les publications des 9m22 continuent de profiter de la forte dynamique du trafic aérien, au-delà des attentes (trafic sur ADP Paris à 77,2% le niveau de 2019), et du rebond du CA/passager dans le Retail (+15% vs 9m2019 à 26,1€ porté par une offre commerciale améliorée, un modèle commercial plus performant et la force du $ et en dépit du faible niveau du trafic avec l'Asie à seulement 28% 2019). Ainsi, le CA 9m atteint 3,4Md€ soit +81,1% (+74% hors intégration de l'aéroport d'Almaty au Kazakhstan) dont +78% pour le segment Aviation et +91% pour les Commerces et Services. L'EBITDA de 702M€ (x4,5), soit une marge de 35% (+19,4pts) en ligne avec celle du 1S19, reflète la structure de coûts essentiellement fixe chez ADP. Le ROC redevient positif à 340M€ (vs -243M€ au 1SQ2021), porté aussi par l'amélioration des résultats des sociétés MEE (+59M€ vs -6M€ au 1S21). La DN de 8,3Md€ représente 6,4x l'Ebitda.

Ce contexte porteur conduit ADP à relever pour la 2de fois cette année ses hypothèses de trafic (Paris : entre 78/82% du niveau 2019 / Groupe : entre 77/83% du niveau 2019) ainsi que ses guidances : 1/ marge d'EBITDA >34,5% (vs entre 32/37% pour 2022 et 2023 dans sa guidance précédemment relevée), 2/ DN entre 5/5,5x l'EBITDA (vs 5,5x préc.) avec l'hypothèse de moindres Capex à 500/600M€ (vs 550/600M€ préc.), 3/PO de 60% avec un dividende minimum de 1€/action distribué en 2023.

Au niveau réglementaire, ADP a soumis le 14 octobre dernier ses propositions tarifaires des redevances aéroportuaires à l'Autorités de Régulation des Transports (ART) pour homologation. Les prix en 2023 devraient ainsi, dans le respect des 3 exigences règlementaires (adéquation entre les produits des redevances aéroportuaires et les coûts des services rendus/ ROCE régulé ≤ WACC régulé/ évolution tarifaire modérée), être stables sur CDG et Orly et à +2,5% sur Le Bourget. L'ART doit rendre sa décision début 2023 sachant qu'après 2 refus de sa part, les redevances aéroportuaires seront gelées pour 1 an.

Malgré la baisse récente du titre, suite au débouclage total des participations croisées avec l'aéroport de Schipold, la valorisation est peu attractive alors que la visibilité sur 2023 reste faible et que la stabilité des tarifs aéroportuaire pour 2023 est décevante au regard de l'inflation.

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	4 121,9	4 860,8
EBITDA	168,0	751,0	1 430,3	1 725,6
EBITA	-903,0	32,0	690,3	945,6
Résultat Financier	-390,0	-218,0	-310,2	-315,1
RN	-1 516,0	-248,0	320,4	483,3
RN part du groupe	-1 169,0	-248,0	246,4	409,3

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	13 744,0	14 383,0	14 623,0	14 929,0
dont GW	190,0	190,0	190,0	190,0
BFR	-1 332,0	-1 533,0	-1 319,0	-1 166,6
Fonds Propres totaux	4 213,0	4 176,0	4 496,4	4 979,6
Endettement Financier net	7 336,0	7 741,0	7 767,3	7 989,5

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	168,0	739,0	1 171,4	1 371,0
CAPEX	-848,0	-527,0	-900,0	-1 000,0
CAF / CAPEX	-0,2	-1,4	-1,3	-1,4
Variation de BFR	114,0	-88,0	-214,0	-152,4
Pay-Out	0%	0%	0%	60%
FCF Opérationnel	-566,0	124,0	57,5	218,6

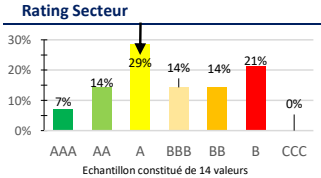
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	174%	185%	173%	160%
DN/EBITDA	43,7x	10,3x	5,4x	4,6x
GW/FP	4,5%	4,5%	4,2%	3,8%
Marge d'EBITA	-42,3%	1,2%	16,7%	19,5%
Marge nette	-54,7%	-8,9%	6,0%	8,4%
ROE	-27,7%	-5,9%	5,5%	8,2%
ROCE	-7,3%	0,2%	5,2%	6,9%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	-7,83	-1,82	2,98	4,30
Dividende net	0,00	0,00	0,00	2,48
CAF / action	1,70	7,47	11,84	13,85
Actif net par action	36,90	35,53	38,02	42,15

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	106,3 €	107,4 €	130,2 €	130,2 €
PER	-13,6x	-59,1x	43,6x	30,2x
P / CAF	62,6x	14,4x	11,0x	9,4x
Rdt du FCF opérationnel	-4,1%	0,6%	0,3%	1,0%
P / AN	2,9x	3,0x	3,4x	3,1x
VE / CA	6,5x	6,9x	5,4x	4,6x
VE/ EBITDA	82,4x	25,5x	15,5x	13,0x
VE/ EBITA	-15,3x	599,5x	32,1x	23,7x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating ADP

A
Score :7

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	38,1TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (7,7)	★★★★
S	38,9% de femmes au Comex	★★★★
	Développement du capital humain (8,2)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (77,8%)	★★★★★
	Comportement ethic (7,3)	★★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

AUBAY

Secteur : ESN

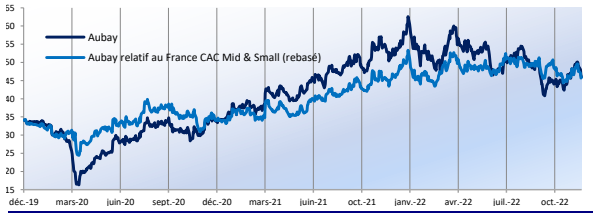
Cours au 07/12/2022 **45,6 €**

Objectif **61,2€ (+34,2%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	AUB-PAR / FR0000063737
Capitalisation	612 M€
Flottant	53,9%
Extrêmes 12 m (€)	40,8€ / 62,6€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+4,6%	-6,3%	-14,5%
Perf. relative CAC Mid&Small	+1,3%	-9,3%	-1,7%



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.

Résultats et enjeux

Le 1S ressort largement au-dessus de ses objectifs de la direction et atteint des records historiques. Ainsi, le CA s'établit à 258,5M€ (+10,9% en publié et à pcc) soit > à l'objectif MT (+5/+7%), aidé par un calendrier favorable (+1j ouvré) et un contexte de marché très porteur. Cette croissance, équilibrée entre la France et l'international, intègre un effet prix >+2%. Le ROC s'élève à 26,6M€ (+18,5%) soit une MOP de 10,3% (+0,7pts), un niveau jamais atteint sur le 1S et bien au-delà des 10% visés par le management, à la faveur d'une amélioration de la marge brute (+0,5pt en lien avec la bonne maîtrise du couple salaire moyen/tarif moyen et un calendrier favorable). L'amélioration de la rentabilité s'exprime aussi bien en France (8,7% soit +0,5pt) qu'à l'International (11,9% soit +0,8pt) dans un contexte de recrutements (+136 salariés sur les 6 mois pour assurer la croissance future) et de turn-over (revenu sur des points hauts à 29% après 2 ans de Covid). Le RN s'élève à 17,4M€ (+11,3% lié à la hausse de divers coûts (actions de performance, financiers, imposition). De son côté, le bilan reste toujours très solide, en l'absence d'acquisition, avec une trésorerie nette de 63,5Md€ qui pourrait atteindre 90M€ d'ici fin de l'année.

Le 3T toujours porteur (+8,4%pcc) confirme les guidances 2022, malgré un calendrier défavorable au 2S (-2j ouvrés) : CA d'~513M€ et MOP entre 9,5%/10,5%. A moyen terme, la direction se donne toujours comme priorité l'amélioration de la croissance organique, notamment sur les zones Ibériques et en France, marchés sur lesquels le groupe a doublé voire triplé de taille et présente de fortes croissances. Il se dit ouvert à d'autres pays - hormis l'Asie, l'Am. du Nord, l'Allemagne et les pays nordiques – sous réserve de trouver des cibles à acquérir, ce qui n'est pour l'heure pas d'actualité faute de dossier intéressant. Dans cette attente, le groupe confirme ne pas avoir vocation à empiler de la trésorerie qu'il entend vouloir redistribuer en partie aux actionnaires sous forme de dividendes. Les bonnes perspectives et une valorisation plus raisonnable (TN de 14% la capi) nous conduise à être positif sur le dossier. Par ailleurs, à la question de savoir si une sortie de bourse, à l'instar de Devoteam, était un sujet tabou, la direction indique qu'il n'y a pas de sujet tabou chez Aubay.

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

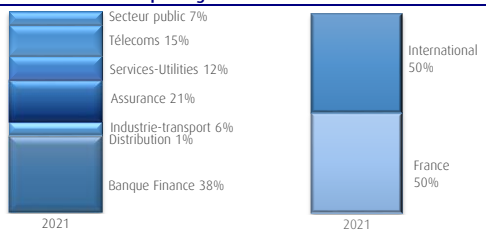
Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	38,8	46,1	47,1	49,7
CAPEX	-1,0	-1,0	-2,6	-2,7
CAF / CAPEX	38,0	44,5	18,2	18,1
Variation de BFR	9,4	0,7	-7,3	-1,7
Pay-Out	33%	42%	41%	42%
FCF Opérationnel	47,2	45,8	37,1	45,3

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%

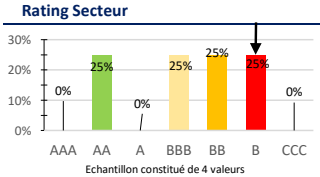
Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	1,99	2,60	2,98	3,21
Dividende net	0,66	1,10	1,23	1,35
CAF / action	2,96	3,46	3,58	3,79
Actif net par action	15,56	17,38	19,55	21,55

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	29,4 €	45,4 €	45,6 €	45,6 €
PER	14,8x	17,5x	15,3x	14,2x
P / CAF	10,0x	13,1x	12,7x	12,0x
Rdt du FCF opérationnel	13,7%	8,6%	7,4%	9,6%
P / AN	1,9x	2,6x	2,3x	2,1x
VE / CA	0,8x	1,1x	1,0x	0,9x
VE/ EBITDA	7,1x	9,2x	8,0x	7,1x
VE/ EBITA	8,4x	10,6x	9,2x	8,0x

CA par secteur d'activité et par région



Analyse ESG



Rating Aubay: **B** Score :1,9 — Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	8,3TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (n.d)	n.d
S	33,3% de femmes au Comex	★★★½
	Développement du capital humain (1,8)	★★
G	Indépendance du CdAdm (50,0%)	★★★★★
	Comportement ethic (5)	★★½

Controverse: Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

BENETEAU
Secteur : Loisirs

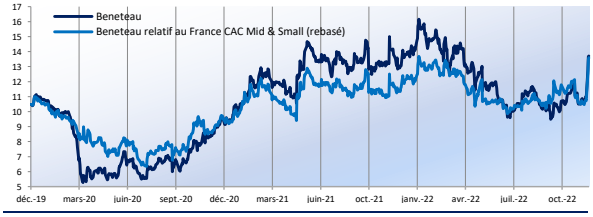
PEA - PME

Cours au 07/12/2022 **13,7 €**
Objectif **18,4€ (+34,3%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	BEN-PAR / FR0000035164
Capitalisation	1 134 M€
Flottant	44,3%
Extrêmes 12 m (€)	9,5€ / 16,2€

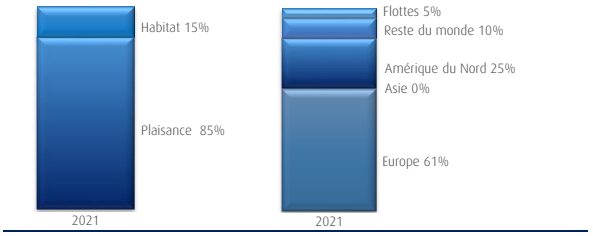
Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+16,5%	+34,8%	-0,9%
Perf. relative CAC Mid&Small	+13,2%	+31,9%	+12,0%



Résultats et enjeux

Le S1 est bon et aurait dû être meilleur encore sans les tensions sur approvisionnements et reports de livraison (78M€). Le CA progresse de +8.6% (+6.4% à cc) à 715.2M€, le ROC de +30.4% (+12.7% à cc) à 79.9M€ pour une marge opérationnelle en hausse de 190 pb à 11.2%. Par division, 1/ la contribution à la marge de la Plaisance ressort à +59.5M€ (MOP à 10.9%, +160 pb), en partie pénalisée par des reports d'expéditions (-14M€) mais bonifiée par des effets prix (+10M€) et change (+11M€) positifs, 2/ la contribution de l'Habitat est meilleure encore à 20.4M€ (MOP à 12.2%, +270pb) et la traduction d'un excellent niveau d'activité et d'une bonne exécution opérationnelle. Le FCF ressort temporairement négatif de -42.5 M€ du fait d'une hausse des stocks de produits finis Bateaux (+78 M€), dont les expéditions sont reportées au S2. La TN reste positive de 144.8M€ au 30/06.
Fort d'un excellent T3 (+19.9%, +14.3%pcc, dont 1/3 des reports de facturation du S1), d'un carnet de commandes élevé, et dans un contexte de baisse relative des tensions sur les approvisionnements depuis la fin du T2, le groupe confirme sa guidance annuelle (relevée au semestre) : 1/un CA >+15% (vs +11% à 14%), dont une croissance proche de +12% pour la division Bateau (fin des reports de facturation) et de +35% pour l'Habitat, 2/ un ROC attendu entre 120M€ et 125 M€ (vs 110-120 M€). La tonalité se veut également très confiante pour 2023 (CA >+15%, MOP>10% +150pb), fort d'un bon niveau de commandes et d'une balance d'inflation bien maitrisée et intégrée dans les tarifs 2023.
Le plan stratégique « Let's go beyond » 2025 est pour sa part largement upgradé, traduisant les progrès constatés en termes de rationalisation de l'organisation, de l'outil industriel et des marques. Le CA cible est relevé dans une fourchette de 1.8Md€ à 2Md€, soit une croissance annuelle moyenne +10%, la MOP à 11.5% en fourchette haute vs 10.5% précédemment, hors nouveaux métiers (location et Boat Club) consolidés par mises en équivalence (CA cible 300M€, MOP>6%). Le groupe s'engage également avec enthousiasme dans une démarché RSE avec la mise en place de nouveaux partenariats (solutions de propulsion alternatives, matériaux biosourcés...). Le groupe donne des gages de confiance à 3 ans. Les fondamentaux sont solides, la valorisation toujours très modérée.

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 enchainé 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	1 414,6	1 608,5
EBITDA	95,0	159,9	206,6	247,9
EBITA	-8,1	95,7	120,7	162,0
Résultat Financier	-5,4	-2,5	-4,0	-3,0
RN part du groupe	-80,9	73,3	86,4	121,9

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	16,8	19,1
Fonds Propres totaux	551,8	630,8	692,0	787,8
Endettement Financier net	-93,3	-222,4	-215,8	-305,2

Financement (M€)	2020 *	2021	2022e	2023e
CAF	67,2	148,9	162,3	197,8
Investissement	-53,0	-50,7	-62,0	-64,0
CAF / Invt	-1,3	-2,9	-2,6	-3,1
Variation de BFR	25,8	115,3	-80,0	-2,3
Pay-Out	0,0	0,3	0,3	#N/A
FCF opérationnel	40,0	213,5	20,3	131,5

Ratios de structure	2020 *	2021	2022e	2023e
Gearing	-16,9%	-35,3%	-31,2%	-38,7%
DN/EBITDA	-1,0x	-1,4x	-1,0x	-1,2x
GW/FP	15,8%	14,4%	13,1%	11,5%
Marge d'EBIT	-0,6%	7,8%	8,5%	10,1%
Marge nette	-6,0%	6,0%	6,1%	7,6%
ROE	-14,7%	11,6%	12,5%	15,5%
ROCE	-1,6%	21,4%	23,9%	33,4%

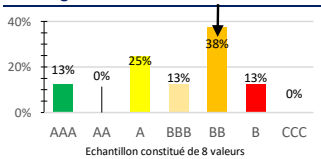
Données par action (€)	2020 *	2021	2022e	2023e
BPA corrigé	-0,98	0,89	1,04	1,47
Dividende net	0,00	0,30	0,32	0,33
CAF / action	0,81	1,80	1,96	2,39
Actif net par action	6,69	7,32	8,05	9,19

Ratios boursiers	2020 *	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	8,0 €	12,8 €	13,7 €	13,7 €
PER	-8,2x	14,4x	13,1x	9,3x
P / CAF	9,9x	7,1x	7,0x	5,7x
Rdt du FCF opérationnel	7,0%	25,6%	2,2%	15,9%
P / AN	1,2x	1,7x	1,7x	1,5x
VE / CA	0,4x	0,7x	0,6x	0,5x
VE/ EBITDA	6,0x	5,2x	4,4x	3,3x
VE/ EBIT	n.s	8,7x	7,6x	5,1x

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

Analyse ESG

Rating Secteur



Echantillon constitué de 8 valeurs

Rating Beneteau

BB
Score :3,9

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	22,9TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (n.d)	n.d
S	42,9% de femmes au Comex	★★★★
	Développement du capital humain (5,7)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (42,9%)	★★★★
	Comportement ethic (6,3)	★★★

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

BIOMERIEUX

Secteur : Santé

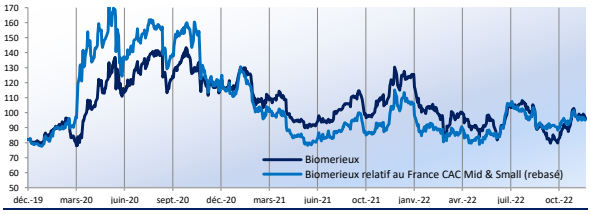
Cours au 07/12/2022 : **96,1 €**

Objectif : **94,6€ (-1,6%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	BIM-PAR / FR0013280286
Capitalisation	11 501 M€
Flottant	36,0%
Extrêmes 12 m (€)	79,7€ / 127,6€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+4,7%	+6,0%	-18,7%
Perf. relative CAC Mid&Small	+1,3%	+3,0%	-5,9%



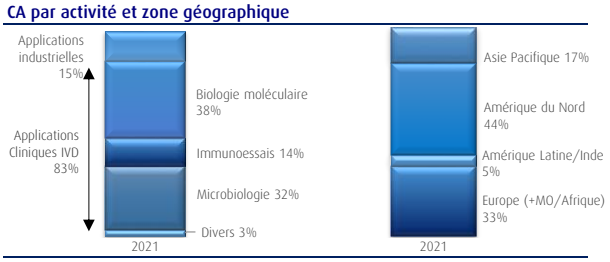
Résultats et enjeux

Au semestre, le CA ressort à 1658 M€ (+5,3%, stable pcc), intégrant un effet change très positif de 84M€ (+5%). La croissance a été portée par la bonne performance de la microbiologie clinique (+5.1%pcc) et des applications industrielles (+5.1%). En biologie moléculaire (+7.7%pcc), les ventes de panels BIOFIRE ont rebondi au T2 en raison d'une demande soutenue aux États-Unis (Covid et grippe). En revanche et comme attendu, les immunoessais chutent fortement (-20.7%pcc) du fait d'une baisse de la demande pour les réactifs liés au Covid et de la concurrence sur les tests PCT aux USA. L'EBITDA recule de -12% à 414 M€, le ROC contributif de -15.5% à 322 M€ et 19,4% du CA (-430 pb), pénalisés par des effets de normalisation et d'inflation importants (COGS : +10% / Marketing : +20%). La structure financière s'alourdit de l'acquisition de Specific Diagnostics (221 M€) mais reste très solide. La dette nette ressort à 67M€ vs -341M€ fin 2021.

Après publication d'un bon T3 (+2.8% publié, -5.3%tcc), porté par la microbiologie clinique, par les applications industrielles et une excellente résistance de la Biologie Moléculaire, le groupe relève pour la 2ème fois consécutive ses guidances soit : i/un CA en baisse de -3%pcc (vs -7% à -3%pcc), sans forte saison grippale et avec une baisse de -15% à -20% des revenus liés au Covid, ii/ un ROC contributif à tcc de 625 M€ (vs 542M€/622M€). Cette estimation intègre des effets changes plus favorables qu'anticipés au départ (+40M€ vs -5/-10M€) lesquels compensent les effets de l'inflation pour -40M€ (hausse des coûts de transport principalement, des matières premières et des salaires (+5%)) et l'impact de l'intégration de Specific Diagnostics (effet dilutif de -10M€ la première année).

L'effet base n'est pas particulièrement favorable au T4 mais le retour des pathologies hivernales aux USA et en Europe va aider à compenser la baisse d'activité liée au covid. Le dossier reste de grande qualité quand bien même 2022 et 2023 seront 2 années de normalisation. Nous restons sur l'idée que les niveaux de 80/85€ restent un bon point d'entrée.

CA par activité et zone géographique



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 Dikinson (US), Quiagen (US), Biorade (US), Diasorin (It), Thermafisher (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	3 464,8	3 540,2
EBITDA	823,4	1 031,9	853,4	839,1
EBITA	612,6	800,9	622,4	603,1
EBIT	552,9	784,0	591,5	574,2
Résultat Financier	-28,5	-9,8	-9,8	-9,8
RN	402,9	597,9	447,2	433,9

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	2 266,2	2 409,5	2 780,6	2 898,6
dont GW	629,4	669,5	669,5	669,5
BFR	477,3	539,4	553,6	565,6
Fonds Propres totaux	2 481,3	3 123,2	3 472,7	3 803,8
Endettement Financier net	92,1	-341,0	-244,4	-474,4

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	632,9	848,7	712,0	701,7
CAPEX	-277,5	-290,1	-381,1	-354,0
CAF / CAPEX	-2,3	-2,9	-1,9	-2,0
Variation de BFR	45,4	62,1	14,2	12,0
Pay-Out	-8,2%	-18,1%	-16,7%	-23,5%
FCF opérationnel	400,8	620,7	345,0	359,7

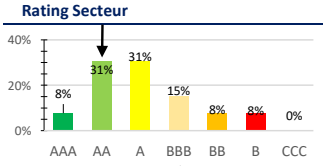
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	4%	-11%	-7%	-12%
DN/EBITDA	0,1x	-0,3x	-0,3x	-0,6x
GW/FP	25,4%	21,4%	19,3%	17,6%
M/EBITA	19,6%	23,7%	18,0%	17,0%
Marge nette	12,9%	17,7%	12,9%	12,3%
ROE	16,3%	19,2%	13,0%	11,5%
ROCE	21,7%	26,6%	17,7%	16,6%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA publié	3,42	5,08	3,80	3,69
Dividende net	0,62	0,85	0,89	0,94
CAF / action	1,78	7,17	6,02	5,93
Actif net par action	6,99	26,39	29,34	32,14

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier *	115,5 €	107,7 €	96,1 €	96,1 €
PE	33,8x	21,2x	25,3x	26,0x
P / CAF	64,8	15,0	16,0	16,2
Rdt du FCF opérationnel	1,0%	5,0%	3,1%	3,3%
P / AN	16,5x	4,1x	3,3x	3,0x
VE / CA	13,2x	3,7x	3,2x	3,1x
VE/ EBITDA	49,9x	12,0x	13,0x	13,0x
VE/EBITA	67,1x	15,5x	17,9x	18,1x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating BioMerieux

AA
Score :8,4
en hausse vs préc.

	Critères FU	Notes
E	15,1TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (6,3)	★★★
S	44,4% de femmes au Comex	★★★★½
	Développement du capital humain (9,1)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (66,7%)	★★★★★
	Comportement ethic (5,2)	★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

BOIRON

Secteur : Santé

PEA - PME

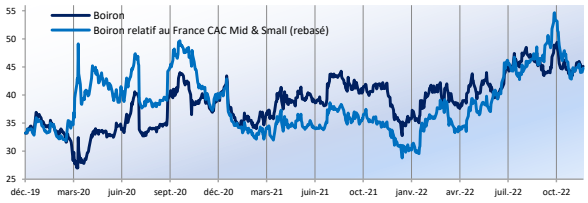
Cours au 07/12/2022 **45,1 €**

Objectif **55,6€ (+23,3%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	BOI-PAR / FR0000061129
Capitalisation	791 M€
Flottant	24,5%
Extrêmes 12 m (€)	32,8€ / 49,4€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+0,9%	-5,1%	+25,3%
Perf. relative CAC Mid&Small	-2,4%	-8,0%	+38,2%



Résultats et enjeux

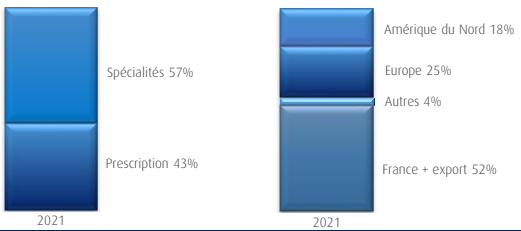
Le S1 est encourageant avec un beau redressement des volumes, le retour à une rentabilité positive et un effet désormais visible des lancements de nouveaux produits (46M€ x3) et des économies de coûts (rationalisation des centres de distribution). Le CA ressort à 256M€ (+35% dont +32%pcc), avec une forte croissance des spécialités mais un recul de l'HNC (-6.8%pcc), le ROP positif à 20M€ (vs -11 M€/S1 2021) et 7.8% du CA, le RN positif à 12,5 M€ (vs -9.5M€/S1 2021). La trésorerie nette reste élevée à 243M€ et offre de l'espace pour le M&A, sans pour autant laisser espérer une opération à CT.

Dans le prolongement du S1, le CA T3 est également satisfaisant à 128.4M€ (+9.1%) avec une bonne contribution des spécialités et des nouveaux produits mais des ventes HNC toujours sous pression (-10,4%), largement impactées par la poursuite des effets du déremboursement en France et la baisse de l'intérêt des pharmaciens à proposer de l'homéopathie. Sur l'année, la rentabilité sera en fin de compte étroitement dépendante du volume d'activité et des ventes du T4 même si le groupe dit : i/ attendre une assez bonne pathologie grippale cet hiver quand elle avait été faible en 2021, ii/ être relativement à l'aise avec l'enjeu d'un ROP à autour de 68/70M€, soit une MOP cible de 12.8% à 13% (vs 10.3% en 2021).

Pour 2023, les nouveaux produits (compléments alimentaires, produits de diagnostic, dérivés du cannabis) et l'international vont rester des leviers importants. En revanche certains éléments rendent l'exercice plus incertain : i/la pression continue sur les ventes HNC même si une amélioration est espérée, ii/ le niveau des ventes de tests covid, iii/ l'arrivée à son terme des économies du plan de réorganisation, iv/ l'inflation des coûts (matières premières, salaires, énergie). Dans ces conditions, une poursuite de l'amélioration des marges va rester conditionnée à l'évolution des volumes et des prix (+3% attendu). Mais si la croissance ne dépasse pas +4%, une amélioration des marges sera difficilement envisageable.

2022 ne va pas décevoir, c'est un point positif. L'enjeu va maintenant se reporter sur 2023 avec des leviers de croissance moins lisibles et moins forts. A charge pour le groupe de renouer avec une croissance durable, avec le soutien de l'international, des lancements de nouveaux produits voire des acquisitions.

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 déremboursement 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	534,4	552,8
EBITDA	100,9	80,2	103,0	103,1
EBIT	68,3	46,8	68,6	68,0
Résultat Financier	-1,0	-0,7	-2,9	0,0
RN part du Groupe	26,2	28,6	46,0	47,6

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	340,4	318,3	303,8	288,7
dont GW	89,6	89,6	98,1	98,1
BFR	33,7	64,5	75,7	78,3
Fonds Propres totaux	509,1	531,7	561,1	592,0
Endettement Financier net	-230,0	-230,8	-259,0	-302,4

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	94,0	61,9	80,4	82,7
CAPEX	18,9	20,4	20,0	20,0
CAF / CAPEX	5,0	3,0	4,0	4,1
Variation de BFR	-37,2	30,8	11,2	2,6
Pay-Out	63,6%	58,4%	36,2%	40,0%
FCF opérationnel	112,3	10,7	49,2	60,1

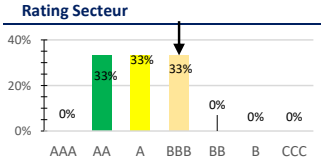
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	-45%	-43%	-46%	-51%
DN/EBITDA	-2,2	-2,3	-3,2	-2,9
GW/FP	17,6%	16,9%	17,5%	16,6%
M/EBIT	13,3%	10,3%	12,8%	12,3%
Marge nette	7,9%	5,8%	5,3%	8,3%
ROE	5,1%	5,4%	8,2%	8,0%
ROCE	18,3%	12,2%	18,1%	18,5%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA retraité	1,49	1,63	2,62	2,71
Dividende net	0,95	0,95	0,95	1,09
CAF / action	5,36	3,53	4,58	4,71
Actif net par action	28,07	29,36	31,03	32,66

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	35,5 €	38,9 €	45,1 €	45,1 €
PER	23,8	23,9	17,2	16,6
P / CAF	6,6	11,0	9,8	9,6
Rdt du FCF opérationnel	28,5%	2,4%	8,4%	11,2%
P / AN	1,3	1,3	1,5	1,4
VE / CA	0,8	1,0	1,1	1,0
VE/ EBITDA	3,9	5,6	5,6	5,2
VE/ EBIT	5,8	9,6	8,5	7,9

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Boiron

BBB
Score :5,6
Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	13,3TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (n.d)	n.d
S	52,9% de femmes au Comex	★★★★★
	Développement du capital humain (0,2)	★
G	Indépendance du CdAdm (41,2%)	★★★★
	Comportement ethic (6,6)	★★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

BUREAU VERITAS

Secteur : Service aux entreprises

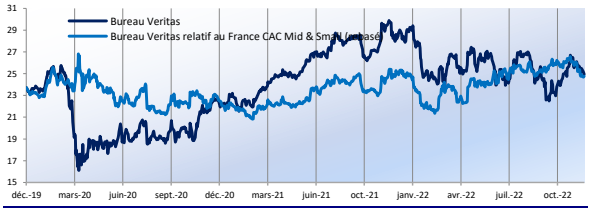
Cours au 07/12/2022 **25,0 €**

Objectif **28,2€ (+13,2%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	BVI-PAR / FR0006174348
Capitalisation	11 286 M€
Flottant	62,9%
Extrêmes 12 m (€)	22,5€ / 29,4€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	-2,8%	+1,8%	-13,3%
Performance relative	-6,1%	-1,2%	-0,4%



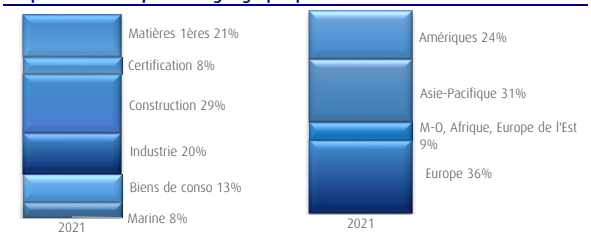
Résultats et enjeux

En dépit d'une forte exposition aux restrictions sanitaires de la Chine (15% du CA 1S, sur les activités Biens de consommation et Bâtiments & Infrastructures), les résultats 1S de BV sont ressortis plus résilients qu'attendu, illustrant la diversité géographique et la diversité des verticaux adressés : 1/ CA de 2,7Md€ (+11,4% ; +6,5%pcc dont +1,5% lié à l'effet prix) avec une forte contribution de l'Industrie (+10,8%pcc en lien avec les secteurs des énergies renouvelables et pétrole & gaz) et des segments Agroalimentaires & Matières premières (+8,6%pcc en moyenne), 2/ ROP ajusté à 411M€ (+8,7%) soit une MOP ajustée à 15,3% (-0,42pt pcc), un bon niveau malgré l'inflation salariale, illustrant sa capacité à répercuter les hausses directement aux clients, notamment pour les marchés Grand Public et les activités hautement réglementées, 3/ FCF de 130M€ (-43,2%) pénalisé par une augmentation du BFR (retards de règlements de factures en lien avec le confinement chinois) pour une DN à 1,1x l'Ebitda (stable vs fin déc. 2021).

Le CA3T à 1,46Md€ (+17% ; +8%pcc) accélère et dépasse les attentes, à l'image du 1S. Les activités Industries, Bâtiment & infrastructures, Marine & Offshore, Agroalimentaires et Matières premières enregistrent des croissances de près de +10%pcc et au-delà. Seuls les Biens de Consommation affichent une croissance <+1%pcc après une très bon 3T21, pénalisé par les mesures de confinement en Chine et la baisse globale des dépenses des consommateurs. Le groupe maintient néanmoins ses guidances : 1/ une croissance pcc modérée à 1 chiffre du CA, 2/ une amélioration de la MOP ajustée, attendue proche de 16% et de son niveau de 2021, 3/ un FCF élevé et un taux de conversion du cash supérieur à 90 %.

Si cette guidance est fragilisée par l'avertissement récent de son concurrent SGS sur sa marge, nous estimons que les récentes annonces en Chine d'un assouplissement des contraintes sanitaires sont favorables à une revalorisation du titre.

CA par activité et par zone géographique



Activité

Bureau Veritas est leader mondial dans le domaine des tests, inspections et certifications mis en œuvre pour répondre aux problématiques de qualité, hygiène, sécurité 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	5 632,8	5 970,7
EBITDA	1 050,4	1 080,4	1 175,1	1 241,8
EBITA	615,0	801,8	890,1	947,2
Résultat Financier	-137,8	-73,3	-65,6	-30,1
RN	138,9	446,2	482,0	542,2
RN part du groupe	125,3	420,9	452,0	507,2

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	3 360,7	3 486,4	3 392,1	3 297,2
dont GW	1 942,9	2 079,1	2 079,1	2 079,1
BFR	200,6	266,5	301,4	319,5
Fonds Propres totaux	1 285,7	1 707,1	1 952,1	2 225,8
Endettement Financier net	1 329,1	1 051,4	562,1	21,4

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	573,5	731,2	890,3	938,7
CAPEX	-88,3	-114,5	-129,6	-137,3
CAF / CAPEX	-6,5	-6,4	-6,9	-6,8
Variation de BFR	149,0	-13,6	-56,5	-18,1
Pay-Out	52%	51%	50%	52%
FCF Opérationnel	634,2	603,1	704,3	783,2

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	103%	62%	29%	1%
DN/EBITDA	1,3x	1,0x	0,5x	0,0x
GW/FP	151,1%	121,8%	106,5%	93,4%
Marge d'EBITA	13,4%	16,1%	15,8%	15,9%
Marge nette	2,7%	8,4%	8,0%	8,5%
ROE	9,7%	24,7%	23,2%	22,8%
ROCE	17,3%	21,4%	24,1%	26,2%

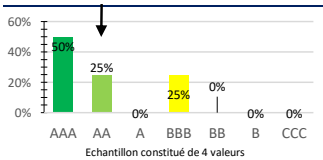
Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	0,68	1,03	1,19	1,32
Dividende net	0,36	0,53	0,60	0,69
CAF / action	1,27	1,61	1,96	2,06
Actif net par action	2,76	3,63	4,11	4,64

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	20,4 €	26,1 €	25,0 €	25,0 €
PER	29,9x	25,4x	21,0x	18,9x
P / CAF	16,1x	16,2x	12,8x	12,1x
Rdt du FCF opérationnel	5,8%	4,5%	5,6%	6,5%
P / AN	7,4x	7,2x	6,1x	5,4x
VE / CA	2,4x	2,7x	2,2x	2,0x
VE/ EBITDA	10,5x	12,5x	10,7x	9,8x
VE/ EBITA	17,9x	16,8x	14,1x	12,8x

Source : Financière d'Uzès

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating BV

AA
Score :8,5

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	26,9TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (6,9)	★★★½
S	46,2% de femmes au Comex	★★★★½
	Développement du capital humain (5,6)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (69,2%)	★★★★★
	Comportement ethic (7,3)	★★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

BURELLE

Secteur : Equipementiers Automobiles

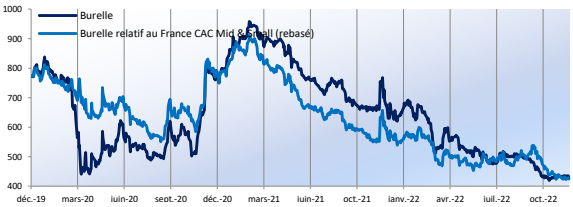
Cours au 07/12/2022 **427 €**

Décote sur ANR **-52%**

Données boursières

MNEMO / ISIN	BUR-PAR / FR0000061137
Capitalisation	751 M€
Flottant	14,4%
Extrêmes 12 m (€)	419,0€ / 692,0€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-0,2%	-13,6%	-37,2%
Perf. relative CAC Mid & Small	-3,6%	-16,5%	-24,3%

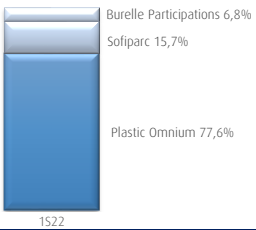


Résultats et enjeux

Au 07-12-22 sur la base d'un cours de Plastic Omnium à 14,0€, l'actif net réévalué de Burelle ressort à 1565,8M€, soit 890,9€ par action. A cette date, le cours de l'action Burelle (427,0€) fait ressortir une décote de -52% sur l'ANR.

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

Participations de Burelle



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	8 203,3	9 403,6
EBITDA	648,0	772,0	900,3	1 076,9
EBITA	118,3	302,8	359,0	471,6
Résultat Financier	-68,5	-50,5	-73,4	-80,1
RN	-249,2	117,2	147,8	220,3
RN part du groupe	-251,1	126,4	157,0	229,5

Bilan (M€)*	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	3 578,3	3 722,7	3 585,5	3 417,5
dont GW	1 014,4	1 026,9	1 026,9	1 026,9
BFR	-550,4	-511,7	-517,6	-508,7
Fonds Propres totaux	1 940,3	2 044,9	2 188,2	2 369,0
Endettement Financier net	806,9	853,6	1 380,9	1 081,0

Financement (M€)*	2020	2021	2022e	2023e
CAF	423,9	573,1	577,2	841,1
CAPEX	-374,0	-294,0	-451,2	-489,0
CAF / CAPEX	-1,1	-1,9	-1,3	-1,7
Variation de BFR	-45,0	-71,0	5,9	-8,9
Pay-Out	-29%	33%	37%	42%
FCF opérationnel	4,9	208,1	131,9	343,2

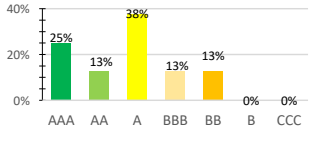
Ratios de structure*	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	41,6%	41,7%	63,1%	45,6%
DN/EBITDA	1,2x	1,1x	1,5x	1,0x
GW/FP	52,3%	50,2%	46,9%	43,3%
M/Ebita	1,7%	4,2%	4,4%	5,0%
Marge nette	-3,6%	1,7%	1,9%	2,4%
ROE	-12,9%	6,2%	7,2%	9,7%
ROCE	3,9%	9,4%	11,7%	16,2%

* comptes de Plastic Omnium

PARTICIPATIONS	Valorisation 7-déc.-22	Détention (%)	Part du groupe
PLASTIC OMNIUM (14,0€ au 07/12/22)	2 030 M€	59,4%	1 206 M€
+ BURELLE Participations	105 M€	100%	105,0 M€
+ SOFIPARC	244 M€	100%	244,0 M€
= Somme des participations			1 555 M€
- Dette Nette Burelle SA (au 30/06/2022)			11,0 M€
= Actif Net Réévalué (ANR)			1 566 M€
ANR par action			890,9 €
Cours de BURELLE			427,0 €
Décote actuelle			-52%

Source : Financière d'Uzès

Analyse ESG



Echantillon constitué de 8 valeurs

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

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

ESSILORLUXOTTICA

Secteur : Santé

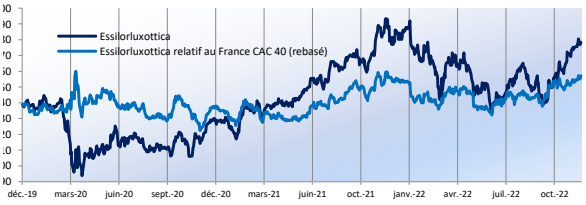
Cours au 07/12/2022 **178,2 €**

Objectif **167,4€ (-6,1%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	EL-PAR / FR0000121667
Capitalisation	79 729 M€
Flottant	32,7%
Extrêmes 12 m (€)	134,2€ / 192,0€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+7,9%	+19,1%	-4,3%
Performance relative CAC40	+4,1%	+10,0%	+1,5%



Résultats et enjeux

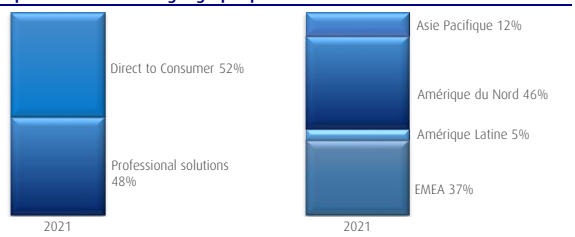
Les résultats du S1 sont excellents avec une bonne dynamique de l'activité et une expansion des marges. Le CA progresse de +37% à 11994 M€ (y compris Grandvision), +14.7% en comparable et +9.1% à pcc. L'Ebit ajusté (GrandVision réputé acquis au 1/01/21) ressort à 2202M€ (+21.4% et +14.3% cc), la marge d'Ebit à 18.4%, +100 pb (+80pb hors change) dont : 1/ +30 pb en marge brute, à associer à un effet mix positif sur les verres et les montures, 2/+70pb en efficacité opérationnelle/ synergies et effets de l'intégration de GrandVision, malgré la hausse de l'inflation (100/150pb de surcoûts effectivement absorbés). Le FCF ressort à 900M€, la DN à 7.2 Md€ (vs 6.6 Md€ à fin 2021), en hausse modérée après paiement du dividende (454 M€) et financement des acquisitions (800 M€).

A 9 mois, les chiffres sont toujours excellents (+15.5% dont +8,8% et un effet change de 6.7%) après une légère accélération de la croissance au T3 (+17% dont +8.2%cc), avec une bonne tenue des 2 divisions Professional Solutions et Direct to Consumer, un rattrapage fort sur l'Asie après détente des contraintes sanitaires (Chine/Australie), une activité toujours bien orientée en solaire (>10%) et sur le segment prémium, en Europe comme aux USA. Sur l'année, « la trajectoire reste sous contrôle » avec une croissance attendue de l'activité et des marges. Nos estimations retiennent : 1/ un CA de 24,4Md€ (+13.6%, +6.6% pcc), 2/ un Ebit de 4,1Md€ (+19%) et une MOP de 16.9%CA (+70pb), révisés en hausse du fait de l'avance prise au S1 et d'effets changes qui continuent de jouer positivement au S2.

Au-delà, le groupe maintient ses objectifs pluriannuels : soit une croissance moyenne proche de +5%, une MOP 2026 dans une fourchette de 19%/20% et pour atouts : i/la force de ses 180k salariés, ii/ l'innovation, iii/ le portefeuille de marques et son approche omnicanale, iv/ l'intégration de GrandVision et l'efficacité de sa supply chain, de la production au laboratoire en passant par la logistique.

Le profil d'investissement reste attractif même si le titre est désormais à son prix.

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	24 426	25 648
EBITDA	2 588	5 740	6 237	6 674
EBIT	1 375	3 279	4 126	4 457
Résultat Financier	-147	-127	-150	-133
RN pdg Ajusté (2)	788	2 206	2 715	2 958

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	38 181	49 651	46 076	45 270
dont GW	22 658	29 412	29 412	29 412
BFR	2 132	2 582	2 934	3 080
Fonds Propres totaux	32 799	35 998	37 750	39 563
Dette nette (1)	3 212	9 723	8 625	6 308

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	2 001	4 667	4 826	5 175
CAPEX	650	1 030	1 466	1 411
CAF / CAPEX	3,1	4,5	3,3	3,7
Variation de BFR	-675	450	352	147
Pay-Out	1,2	0,5	0,5	0,5
FCF opérationnel	2 026	3 187	3 008	3 617

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	10%	27%	22,8%	15,9%
DN/EBITDA	124%	169%	138,3%	94,5%
GW/FP	69%	82%	77,9%	74,3%
M/EBIT	9,5%	16,5%	16,9%	17,4%
Marge nette	5,5%	11,1%	11,1%	11,5%
ROE	2,4%	6,3%	7,4%	7,7%
ROCE	3,4%	6,3%	8,4%	9,2%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA retraité	1,8	5,0	6,1	6,6
Dividende net	2,2	2,5	2,9	3,2
CAF / action	4,6	10,5	10,8	11,6
Actif net par action	73,8	79,5	82,2	85,9

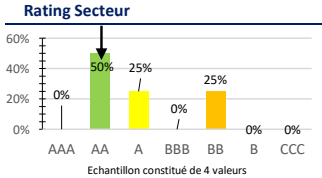
Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	118,3 €	154,2 €	178,2 €	178,2 €
PER	65,7	30,9	29,4	27,0
P / CAF	25,9	14,6	16,5	15,4
Rdt du FCF opérationnel	3,7%	4,1%	3,4%	4,2%
P / AN	1,6	1,9	2,2	2,1
VE / CA	3,8	3,9	3,6	3,4
VE/ EBITDA	21,2	13,6	14,2	12,9
VE/ EBIT	40,0	23,8	21,4	19,3

(1) dont DN sur obligations locatives : 1,9Md€

(2) Ajusté de l'allocation du prix d'acquisition issu du rapprochement EL/LUXO

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating EssilorLuxo

AA
Score :8,1

▲ en hausse vs préc.

	Critères FU	Notes
E	34,3TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (10)	★★★★★
S	42,9% de femmes au Comex	★★★★
	Développement du capital humain (5)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (71,4%)	★★★★★
	Comportement ethic (7,9)	★★★★

Controverse

Yellow

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

EUROFINS SCIENTIFIC

Secteur : Services aux entreprises

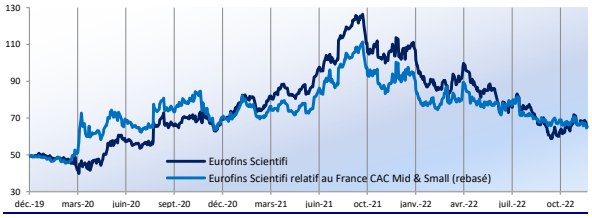
Cours au 07/12/2022 **65,4 €**

Objectif **83,8€ (+28,1%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	ERF-PAR / FR0000038259
Capitalisation	12 597 M€
Flottant	66,6%
Extrêmes 12 m (€)	58,7€ / 111,2€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-1,3%	-2,0%	-37,5%
Perf. relative CAC Mid & Small	-4,6%	-4,9%	-24,6%



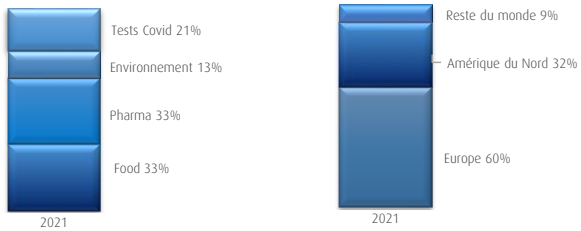
Résultats et enjeux

Le 1S22 ressort > aux attentes malgré un 2T affecté par des perturbations sur la chaîne d'approvisionnement en Europe, en lien avec l'Ukraine et les restrictions sanitaires en Chine : 1/ CA de 3,4Md€ (+4,3%) tiré par le Core Business (+5,3%, < aux +6,5% de MT en raison du contexte du 2T; bonne dynamique sur la Biopharma et l'Environnement contrairement aux tests alimentaires Europe). L'activité Covid est en baisse significative mais néanmoins résiliente (CA de 470M€ vs 400M€ visés), 2/ sans surprise, l'EBITDA recule à 24,3% du CA (-6,5pts, en lien avec la baisse des ventes Covid et du prix des tests alors que le groupe maintient ses capacités intactes pour répondre à la demande), 3/ La DN est maîtrisée à 1,5x l'Ebitda (vs 1,2x fin 2021).

Une activité Covid et une base de comparaison plus favorable sur le 2S conduisent à relever la guidance 2022 : 1/ CA à 6,7Md€ dont Core business à +6,5% et Covid à 600M€ (vs 6,3Md€ dont 400M€ de Covid init.), 2/ Ebitda à 1,6M€ soit 23,9% du CA (vs 1,525Md€ init.), 3/FCF à 900M€ (vs 865M€ init.).

Le bon 3T à 1,6Md€ (-0,5% dont +6,7%pcc sur le Core business) a été occulté par la décision de reporter la mise à jour des guidances 2023-24 sans donner le sens de la révision. Mais les précisions apportées par le management sur plusieurs thèmes ont été plutôt rassurantes : 1/ sur la chaîne d'approvisionnement : la levée du lock down en Chine pourrait constituer une opportunité supplémentaire tout comme la fin de la guerre en Ukraine, 2/ sur le Covid : la tendance à la baisse n'exclue pas des opportunités à venir, fonction de l'évolution et de la propagation du virus cet hiver, du niveau d'immunité atteint, de la constitution de stocks minimum de tests et de la mise au point de tests pour détecter le Covid long, 3/ sur le $: bien que difficile à prévoir, un scénario positif est envisageable, 4/ sur l'inflation : le groupe souhaite couvrir l'intégralité ou plus de la hausse des coûts (notamment salariale en France) avec des hausses de prix plus tangibles sur 2023 (renégociations 1x/an en fin d'année). Plus de flexibilité dans les contrats sera introduite à l'avenir avec des clauses de révisions de prix en cours d'année. L'accent mis sur l'innovation est aussi un moyen de se prémunir de la pression sur les prix. La baisse du titre est une opportunité.

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	6 750,4	7 068,0
EBITDA	1 412,7	1 901,5	1 620,1	1 682,2
EBITA	1 023,6	1 472,6	1 207,2	1 248,0
Résultat Financier	-107,7	-203,7	-203,6	-207,8
RN	707,5	1 043,4	718,5	746,9
RN part du groupe	706,5	1 043,0	718,5	746,9

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	6 057,3	7 013,3	7 207,9	7 478,5
dont GW	3 524,1	4 115,1	4 290,1	4 540,1
BFR	123,8	163,6	164,4	172,1
Fonds Propres totaux	3 716,4	4 677,1	5 053,9	5 446,9
Endettement Financier net	2 171,3	2 238,8	2 224,3	2 349,7

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	1 271,9	1 520,1	1 307,5	1 359,0
CAPEX	-350,3	-494,7	-472,5	-494,8
CAF / CAPEX	-3,6	-3,1	-2,8	-2,7
Variation de BFR	-48,4	-5,3	-0,8	-7,7
Pay-Out	19%	19%	31%	32%
FCF Opérationnel	873,2	1 020,1	834,1	856,5

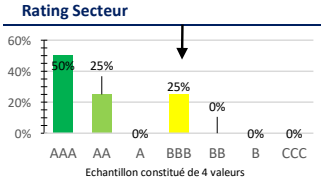
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	58%	48%	44%	43%
DN/EBITDA	1,5x	1,2x	1,4x	1,4x
GW/FP	94,8%	88,0%	84,9%	83,4%
Marge d'EBITA	18,8%	21,9%	17,9%	17,7%
Marge nette	13,0%	15,5%	10,6%	10,6%
ROE	19,0%	22,3%	14,2%	13,7%
ROCE	16,6%	20,5%	16,4%	16,3%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	3,61	5,20	3,58	3,72
Dividende net	0,68	1,00	1,10	1,21
CAF / action	6,83	7,94	6,83	7,10
Actif net par action	19,82	24,27	26,24	28,29

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	58,1 €	96,0 €	65,4 €	65,4 €
PER	16,1x	18,5x	18,3x	17,6x
P / CAF	8,5x	12,1x	9,6x	9,2x
Rdt du FCF opérationnel	6,7%	4,9%	5,7%	5,8%
P / AN	2,9x	4,0x	2,5x	2,3x
VE / CA	2,4x	3,1x	2,2x	2,1x
VE/ EBITDA	9,2x	10,8x	9,1x	8,8x
VE/ EBITA	12,7x	14,0x	12,2x	11,9x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Eurofins

BBB
Score :4,5

▲ en hausse vs préc.

	Critères FU	Notes
E	19,9TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (5,7)	★★★
S	50,0% de femmes au Comex	★★★★★
	Développement du capital humain (1,3)	★½
G	Indépendance du CdAdm (62,5%)	★★★★★
	Comportement ethic (6,6)	★★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

FAURECIA

Secteur : Equipementiers Automobiles

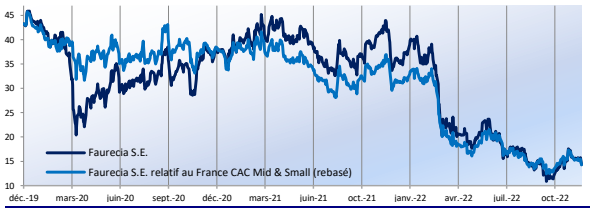
Cours au 07/12/2022 **14,4 €**

Objectif **22,4€ (+56,1%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	EO-PAR / FR0000121147
Capitalisation	2 828 M€
Flottant	74,5%
Extrêmes 12 m (€)	10,9€ / 40,7€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-5,7%	+1,5%	-60,3%
Perf. relative CAC Mid & Small	-9,0%	-1,5%	-47,5%



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.

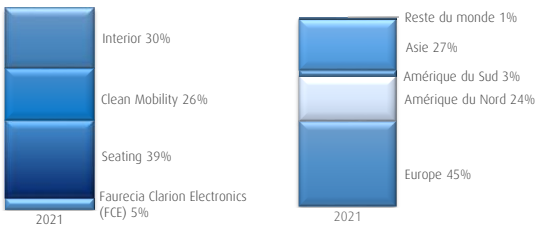
Résultats et enjeux

Les publications sur les 9m 2022 sont solides et rassurantes (surperformance de +8pts vs la production automobile ; MOP 1S à 3,7%, en ligne). De plus, les perspectives d'une production automobile 2022 meilleure que prévu (77M d'unité vs 74M estimés début 2022) et d'effets changes plus avantageux poussent le groupe à relever une partie de ses objectifs 2022 (CA relevé de +6,4% en moyenne à 24,5/25,5Md€ ; MOP maintenue entre 4%/5% ; FCF à l'équilibre et DN/EBITDA <= à 3x au 31/12).

Dans un contexte de hausse des taux, ces résultats bien qu'encourageants ne suffisent pas à apaiser le stress des marchés en lien avec la DN du groupe, portée de 3,13 à 8,39Md€ (3,1x l'EBITDA) avec l'OPA sur Hella fin 2021. Sur ce point, le groupe s'est voulu rassurant sur le refinancement du prêt relais lié à l'opération (5,5Md€) : 1/ 4,3Md€ ont déjà été refinancés par un mix trésorerie disponible, AK et instruments de dettes dont le coût moyen est < à 3,25% et les maturités longues (1ers remboursements en 2027). 2/ pour le solde (1,2Md€), une partie sera comblée par de nouveaux instruments de dettes, la grande majorité (>1Md€) par des cessions (dont sa participation dans HBPO à Plastic Omnium pour 300M€ et au moins une autre annoncée d'ici fin 2022 sur le périmètre Forevia). Dans tous les cas, le groupe promet le refinancement complet de l'opération d'ici août 2023.

Un titre sur ses plus bas depuis 2012, une valorisation faible et un momentum de nouveau favorable dès 2023 sont autant d'éléments qui nous conduisent à privilégier le titre. Nous sommes convaincus que la revalorisation proviendra de la capacité du groupe à rassurer, en concrétisant de nouvelles cessions et en présentant des perspectives en amélioration sur 2023 : 1/ CA en légère hausse liée à la Chine, à une production plus fluide en Europe et à l'impact des renégociations de prix matières, 2/ MOP en amélioration grâce à des charges 2022 non reconduites sur 2023, à la modération des prix matières et une facture énergétique en hausse modérée grâce aux couvertures, 3/ FCF en progression lié au BFR et à la modération des Capex. A plus LT, le groupe devrait bénéficier de la bonne exécution de son plan détaillé lors d'un CMD sur le nouveau périmètre avec des objectifs 2025 que nous jugeons réalistes (CA de 30Md€ soit un TMVA de +8% après cessions, MOP>7% et FCF >4% du CA).

CA par activité et zone géographique



Compte de Résultat (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	14 653,8	15 617,8	17 715,6	19 316,3
EBITDA	1 678,8	2 109,6	3 064,9	3 598,9
EBITA	406,2	861,7	1 071,9	1 518,8
Résultat Financier	-222,8	-254,5	-462,4	-633,8
RN	-436,1	-173,8	-152,4	106,7
RN part du groupe	-378,8	-78,8	-26,2	243,6

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	9 472,3	9 789,6	15 169,6	15 148,3
dont GW	2 195,9	2 236,2	2 236,2	2 236,2
BFR	-1 702,5	-1 786,0	-2 472,3	-2 408,5
Fonds Propres totaux	3 727,1	3 815,4	3 668,9	3 753,7
Endettement Financier net	3 128,0	3 466,7	9 333,1	8 662,1

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	1 482,2	1 678,8	2 582,6	3 143,3
CAPEX	-1 098,0	-1 200,0	-1 881,7	-2 041,4
CAF / CAPEX	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5
Variation de BFR	-95,0	-19,0	-686,3	63,8
Pay-Out	-36%	-219%	-1127%	146%
FCF Opérationnel	289,2	459,8	14,6	1 165,6

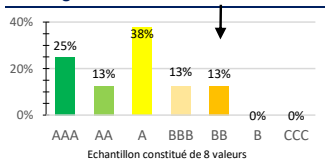
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	84%	91%	254%	231%
DN/EBITDA	1,9x	1,6x	3,0x	2,4x
GW/FP	0,6	0,6	0,6	0,6
Marge d'EBITA	2,8%	5,5%	6,1%	7,9%
Marge nette	-2,6%	-0,5%	-0,1%	1,3%
ROE	-10,2%	-2,1%	-0,7%	6,5%
ROCE	5,2%	10,8%	8,4%	11,9%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	-0,32	0,88	-0,06	2,06
Dividende net	1,00	1,25	1,50	1,80
CAF / action	10,74	12,21	13,10	15,94
Actif net par action	24,60	24,84	16,02	15,75

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	33,5 €	38,7 €	14,4 €	14,4 €
PER	-105,5x	43,8x	-260,5x	7,0x
P / CAF	3,1x	3,2x	1,1x	0,9x
Rdt du FCF opérationnel	3,7%	4,7%	0,1%	9,3%
P / AN	1,4x	1,6x	0,9x	0,9x
VE / CA	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x
VE/ EBITDA	5,3x	4,6x	4,3x	3,5x
VE/ EBITA	21,7x	11,3x	12,4x	8,3x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Faurecia

BB
Score :4

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	40,7TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (5,1)	★★½
S	33,3% de femmes au Comex	★★★
	Développement du capital humain (7)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (83,3%)	★★★★★
	Comportement ethic (7,3)	★★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

GL EVENTS

Secteur : Services aux entreprises

PEA - PME

Cours au 07/12/2022 **15,0 €**

Objectif **18,3€ (+21,7%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	GLO-PAR / FR0000066672
Capitalisation	450 M€
Flottant	24,0%
Extrêmes 12 m (€)	13,2€ / 18,7€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-3,8%	-6,5%	-17,1%
Perf. relative CAC Mid&Small	-7,2%	-9,4%	-4,2%

Résultats et enjeux

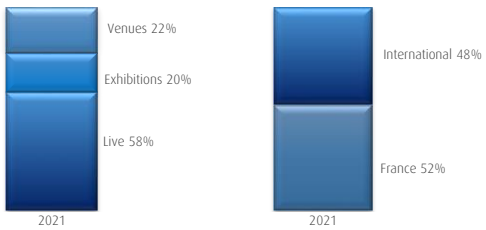
Les résultats S1 sont bons alors même que la Chine n'a que pas ou peu contribué. Le CA ressort à 524,7M€ (+150%) avec une accélération au T2 (304,4M€ +168%), l'EBITDA à 63,9 M€ (vs 22,2 M€), le ROC à 34,8 M€ (vs -28M€). Par activité : 1/« Live » rebondit nettement (CA : 301,7 M€, +130% / MOP 3,7% vs -13%) grâce aux activités de structures et au rebond du marché événementiel, malgré un poids limité des jumbos events, 2/« Exhibitions » se redresse (CA : 72,8M€, +41% / MOP 10,9% vs 34,7%) tout en restant pénalisé par la suspension des grands salons chinois, très fortement margés (>35%), 3/ « Venues » est plus spectaculaire encore, avec un CA de 150,2M€ (x5.5), une MOP de 10,4% (vs perte) et un levier amplifié par un strict contrôle des coûts. Le RNPG repasse positif à 16,8M€ avec une contribution positive des 3 divisions (vs perte de -30,1M€).

La dette reste un sujet de vigilance à 549M€ à fin juin dont 250M€ qui devront être refinancés d'ici à 3 ans à un taux probablement plus élevé. Mais la liquidité reste élevée (585M€), avec un objectif de Cash-Flow opérationnel >100M€. Le groupe précise par ailleurs que : 1/60% de la dette est à taux fixe, 2/ des contrats swaps ont été souscrits pour se couvrir face à l'augmentation des taux d'intérêts, 3/une grande partie de la dette est adossée à des actifs très long terme.

Après un bon T3 (+23%) et en perspective d'un excellent T4 (coupe du monde de Foot au Qatar (45M€), COP 27, forte dynamique du Brésil et de la Turquie), le groupe relève pour la 2ème fois consécutive ses objectifs annuels soit : 1/une croissance attendue > à +55% (vs >+30% au départ), malgré une reprise très partielle des activités en Chine (20M€ de facturation au mieux en 2022 vs 90M€ en 2019), 2/ un Ebitda cible de 150/160M€ (avec ou sans Chine) et un Ebit de l'ordre de 100M€.

Le redressement de l'activité et des marges est encourageant avec l'espoir d'un newsflow plus positif en Chine en 2023. Les défis à adresser sont néanmoins nombreux : un environnement dégradé et des pressions inflationnistes multiples qui limitent la visibilité, une dette sous contrôle mais élevée dans un contexte de durcissement des conditions de financement. Notre opinion est partagée mais la réouverture progressive du marché chinois est assurément une très bonne nouvelle.

CA par activité et zone géographique



Activité

GL Events est un acteur majeur de l'ingénierie et de la logistique évènementielle en Europe avec une offre intégrée sur les trois grands métiers du secteur : les services aux évènements, la gestion d'espaces, la conception et l'organisation de salons et expositions à destination des professionnels et du grand public. Durement éprouvé par la crise sanitaire qu'il a traversé sans rien sacrifier de ses capacités opérationnelles, le groupe est à nouveau en ordre de marche avec l'enjeu de retrouver ses niveaux d'activité pré covid dès 2023.

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	1 148,9	1 197,6
EBITDA	-21,1	120,3	157,6	168,2
EbitA	-79,9	59,7	96,1	100,9
Résultat Financier	-13,5	-13,8	-25,6	-25,6
RN part du groupe	-74,4	18,1	40,0	31,9

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	1 690,4	1 756,2	1 214,8	1 242,0
dont GW	730,8	775,2	775,2	775,2
BFR	-134,3	-172,4	-285,8	-299,4
Fonds Propres totaux	394,1	525,5	574,4	741,6
DN hors obligation locative	1 135,1	566,3	520,0	400,4

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	-36,0	80,3	98,0	95,7
CAPEX	36,9	54,8	40,0	65,0
CAF / CAPEX	-1,0	1,5	2,5	1,5
Variation de BFR	100,7	-38,1	0,0	0,0
Pay-Out	0%	0%	0%	0%
FCF opérationnel	-173,5	63,6	58,0	30,7

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP (hors IFRS16)	288%	108%	91%	54%
DN/EBITDA	-53,9x	4,7x	3,3x	2,4x
GW/FP	185,4%	148%	135%	105%
M/EBIT	-16,7%	8,0%	8,4%	8,4%
Marge nette	-15,5%	2,4%	3,5%	2,7%
ROE	-23,5%	4,5%	10,7%	6,1%
ROCE	-4,3%	4,0%	9,1%	9,5%

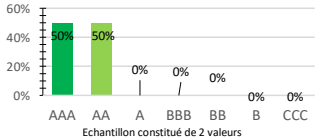
Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	-2,53	0,51	1,33	1,06
Dividende net	0,00	0,00	0,00	0,00
CAF / action	-1,20	2,68	3,27	3,19
Actif net par action	10,79	11,11	12,45	17,35

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

* hors IFRS16

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating GL Events : société non notée par MSCI

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

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

HEXAOM
Secteur : Construction immobilière

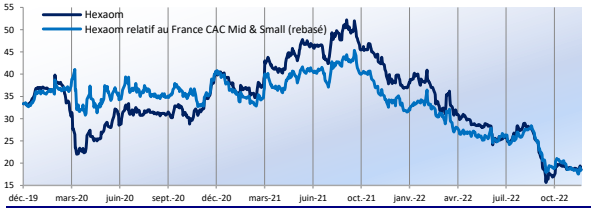
PEA - PME

Cours au 07/12/2022 **18,6 €**
Objectif **31,3€ (+68,0%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	hexa-PAR / FR0004159473
Capitalisation	129 M€
Flottant	41,9%
Extrêmes 12 m (€)	15,7€ / 40,9€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-3,6%	-26,8%	-51,1%
Perf. relative CAC Mid&Small	-7,0%	-29,7%	-38,2%

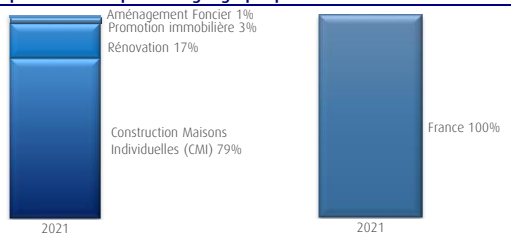


Résultats et enjeux

Le 1S a été complexe compte tenu d'un contexte géopolitique et énergétique qui a perturbé les approvisionnements en matériaux et la dynamique commerciale. Hexaom résiste néanmoins bien sur ses activités historiques de MI (+10,4%) et ses nouveaux métiers - rénovation BtC (+8,6%), Promotion (+17%) et Aménagement Foncier (+181%). Seul le B2B (filiale ADC), plus affecté par les retards de production en partie liés à la disponibilité des matériaux, s'inscrit en recul (-14,4%). La MOC de 1,4% (-2,2pts) se voit ainsi étrillée par le B2B (MOC de -27% soit -20,3pts : retards de production, débouclage défavorable des taux de marges prévisionnels des chantiers en cours et vendus avant 2021 sans possibilité d'indexation des hausses de prix matières, problème de management). Le RN ressort à l'équilibre (vs 11,6M€ au 1S 2022) après dépréciation d'une partie du GW de ADC dans un contexte de résultat fortement déficitaire. Le bilan reste solide avec une trésorerie nette (hors IFRS 16) de 51,3M€ (vs 57,3 fin 2022).

Dans cet environnement exceptionnel, Hexaom indique pouvoir dépasser l'objectif de CA22 d'1Md€ et confirme un ROC positif malgré l'impact du BtB. Ces objectifs intègrent une amélioration au 2S de toutes les activités : 1/ MI : poursuite de la croissance grâce à un embarqué important avec l'objectif d'optimiser les délais. Des tensions subsistent sur les marges des chantiers en cours mais le pire semble passé et le groupe commence à faire rentrer des nouveaux chantiers mieux vendus. Les prises de commandes devraient retrouver un niveau plus normatif, après une année 2021 remarquable et un marché rendu plus difficile pour les primo accédants (70% des clients) qui peinent à accéder à la propriété (aides de l'état insuffisantes, conditions d'accès au crédit plus difficile, coûts de construction en hausse). Les prix moyens de vente augmenteront parallèlement à la hausse de leurs parts de marché sur les secundo-accédants. 2/ Rénovation : poursuite du développement du B2C et de la restructuration la filiale ADC, 3/ Aménagement foncier et Promotion : poursuite de la croissance au 2S malgré le décalage de certains projets dans la Promotion. La très faible valorisation du titre (TN de 41% la CB) ne reflète pas l'agilité du management à gérer cette crise.

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	1 088,8	1 135,0
EBITDA	44,0	48,8	40,3	53,0
EBITA	29,1	34,5	26,1	38,3
Résultat Financier	-0,4	-0,7	0,0	0,0
RN	19,7	22,7	18,9	27,7
RN part du groupe	19,9	21,6	18,9	27,7

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	212,3	203,8	197,8	193,0
dont GW	132,4	122,9	122,9	122,9
BFR	-19,7	-15,3	10,9	13,6
Fonds Propres totaux	209,0	229,5	239,9	256,6
Endettement Financier net	-29,5	-57,3	-47,4	-66,2

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	33,9	39,2	33,0	42,4
CAPEX	-4,4	-6,2	-8,2	-10,0
CAF / CAPEX	-7,7	-6,3	-4,0	-4,2
Variation de BFR	-15,8	-12,1	-26,2	-2,7
Pay-Out	30,9%	39,6%	57,9%	44,5%
FCF Opérationnel	13,7	20,9	-1,4	29,7

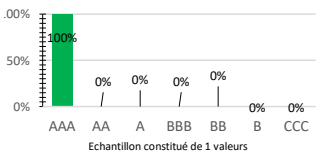
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	-14%	-25%	-20%	-26%
DN/EBITDA	-0,7	-1,2	-1,2	-1,2
GW/FP	63,3%	53,6%	51,2%	47,9%
Marge d'EBITA	3,3%	3,5%	2,4%	3,4%
Marge nette	2,3%	2,2%	1,7%	2,4%
ROE	9,5%	9,4%	7,9%	10,8%
ROCE	15,1%	18,3%	12,5%	18,5%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	2,91	3,15	2,77	4,05
Dividende net	0,90	1,25	1,60	1,80
CAF / action	4,95	5,73	4,82	6,20
Actif net par action	30,35	33,26	34,78	37,23

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	31,8 €	42,7 €	18,6 €	18,6 €
PER	10,9x	13,5x	6,7x	4,6x
P / CAF	6,4x	7,5x	3,9x	3,0x
Rdt du FCF opérationnel	7,1%	8,1%	-1,6%	43,3%
P / AN	1,0x	1,3x	0,5x	0,5x
VE / CA	0,2x	0,3x	0,1x	0,1x
VE/ EBITDA	4,4x	5,3x	2,2x	1,3x
VE/ EBITA	6,6x	7,4x	3,4x	1,8x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Hexaôm : société non notée par MSCI

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

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

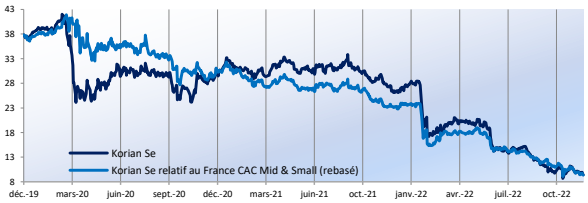
KORIAN
Secteur : Santé

Cours au 07/12/2022 **9,4 €**
Objectif **20,5€ (+118,0%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	KORI-PAR / FR0010386334
Capitalisation	1 002 M€
Flottant	55%
Extrêmes 12 m (€)	8,7€ / 28,4€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-8,8%	-24,3%	-64,4%
Perf. relative CAC Mid&Small	-12,2%	-27,3%	-51,5%



Résultats et enjeux

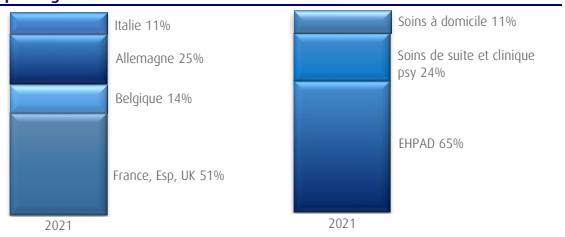
Dans une période difficile, le groupe fait preuve de sa capacité à délivrer des résultats satisfaisants. Au semestre, l'activité ressort correcte à 2224 M€ (+5,5%, +5,3% lfl) avec, pour autant, un redressement plus long qu'attendu des taux d'occupation (TO), à 87% (+150pb) à fin septembre. Sans surprise, la marge d'Ebitdar baisse de -100pb à 23.7%, le marge d'EBITDA de -50pb à 12.7% (pré IFRS) du fait : i/ d'une hausse de la masse salariale (Plan Ségur en France, revalorisation des personnels soignants de +25% en Allemagne), intégrant revalorisations salariales et renforcement des ratios d'encadrement, ii/ de revalorisations tarifaires tardives, en décalage avec les hausses de salaires (Allemagne).

Dans ces conditions, et après publication d'un bon T3 à 1135M€ (+4.9% dont +6.4%pcc), le groupe ajuste ses objectifs soit : 1/une croissance organique proche de +6% (vs +4%), 2/une marge d'EBITDA stable comparée à 2021, soit 13,7% pre-IFRS (vs « une poursuite de la normalisation ») avec les hypothèses suivantes : i/ des hausses de coûts salariaux pour -20pb, ii/ des effets d'inflation (énergie, restauration et différé dans les hausses de tarifs) pour -150pb. Le bilan reste équilibré avec un levier opérationnel à 3.5x, un bon niveau de liquidité de 1.4Md€ à fin septembre, un loan to value de 55% et une valeur d'actif prudemment estimée à 3.3Md€ (peu de risque d'imperment importants sur l'immobilier et les intangibles selon la direction).

Pour 2023, les facteurs d'inflation (salaires, énergie, catering), la faiblesse relative des TO (en Allemagne en particulier) et la fin des compensations covid font dire au groupe que les marges vont rester sous pression et subir des effets de décalage entre hausse des prix et répercussion des coûts. Le levier sera le TO qui doit permettre, s'il remonte, d'absorber les surcoûts et de stabiliser les marges.

Nous restons prudent à CT au regard de plusieurs éléments : lenteur de la remontée des TO, risques (même faibles) associés aux pertes de valeurs potentielles, incertitudes sur l'atterrissage des marges, notation ESG dégradée (controverse sévère). Sans doute sera-t-il plus confortable pour revenir sur le secteur, d'attendre le débouclement de la restructuration financière chez Orpéa et une meilleure appréhension des contraintes réglementaires et des marges normatives.

CA par région et activité



Activité

Korian est l'un des principaux opérateurs européens de Soin 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 Soin de suite et la Santé mentale avec une position de n°3 en France, iii/ le soin 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 Klinicum (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	4 563,3	4 876,3
EBITDA	861,2	1 009,7	1 040,0	1 120,8
EBITA	266,0	383,4	396,0	445,6
Résultat Financier	-205,8	-210,0	-221,7	-228,0
RN part du groupe	39,6	94,4	84,8	127,7

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	11 314,6	12 109,8	11 360,8	11 373,3
dont GW	2 905,6	3 213,8	2 504,2	2 504,2
BFR	-602,6	-670,5	-709,8	-758,5
Fonds Propres totaux	3 322,5	3 771,5	3 208,9	3 310,4
Endettement Financier net	6 552,4	7 300,2	7 452,4	7 524,8
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	377,6	418,1
CAPEX	-758,7	-753,7	-580,0	-501,9
CAF / CAPEX	0,8	1,0	0,7	0,8
Variation de BFR	40,7	67,9	39,3	48,7
Pay-Out	-0,1	-0,8	-0,4	-0,3
FCF Opérationnel	-121,8	34,9	-163,1	-35,1

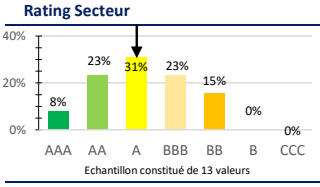
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	87,5%	95,1%	116,5%	115,2%
DN/EBITDA	3,4x	3,6x	3,6x	3,4x
GW/FP	87,5%	85,2%	78,0%	75,6%
Marge d'EBITA	7%	9%	9%	9%
Marge nette	1%	2%	2%	3%
ROE	1,2%	2,5%	2,6%	3,9%
ROCE	2,5%	3,4%	3,7%	4,2%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	0,4	0,9	0,8	1,1
Dividende net	0,3	0,4	0,4	0,4
CAF / action	6,4	6,9	3,5	3,9
Actif net par action	30,1	33,4	28,7	29,3

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

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Korian

A
Score :5,8
en hausse vs préc.

	Critères FU	Notes
E	29,7TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (n.d)	n.d
S	50,0% de femmes au Comex	★★★★★
	Développement du capital humain (7,2)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (91,7%)	★★★★★
	Comportement ethic (8)	★★★★

Controverse

Orange

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

MANITOU

Secteur : Biens d'équipement

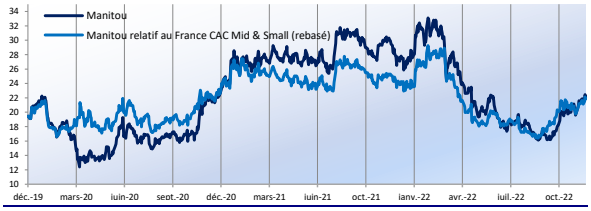
Cours au 07/12/2022 **22,0 €**

Objectif **27,0€ (+22,6%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	MTU-PAR / FR0000038606
Capitalisation	873 M€
Flottant	34,1%
Extrêmes 12 m (€)	16,1€ / 33,1€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+7,3%	+35,1%	-20,4%
Perf. relative CAC Mid&Small	+4,0%	+32,2%	-7,5%



Résultats et enjeux

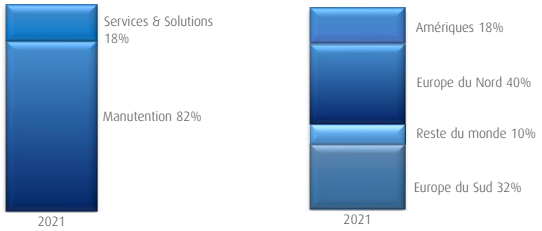
L'activité est dynamique à 1057M€ (+9%, +6%pcc) au semestre et 1631M€ (+16%, +13%pcc) à 9 mois, avec une forte accélération de la production et des livraisons au T2 et plus encore au T3. Les prises de commandes sont également dynamiques, tous secteurs confondus avec un carnet de commandes record à 3666M€ à fin septembre (+59% vs 30/09/21). Compte tenu des très longs délais de livraison des machines, les clients continuent à sécuriser leurs approvisionnements futurs via des prises de commandes élevées.

Le ROC en revanche s'écrase au semestre, à 46 M€ (-46%) et 4.3% du CA (-450pb), du fait : 1/du contexte inflationniste de l'acier (la profondeur du carnet de commandes est telle que les hausses de prix ne s'appliqueront que l'année prochaine), 2/des perturbations dans la supply chain qui ont gêné les livraisons (manque de disponibilité des composants hydrauliques et des moteurs quand celle des composants électroniques s'améliore depuis le T2), 3 /de la poursuite des projets structurants qui ont dégradé les Opex (R&D, marketing et dépenses commerciales).

Suspendues en avril dernier par manque de visibilité, les guidances ont été révisées en baisse à 9 mois dans les termes suivants : 1/ un CA>+ 20%, inchangé du fait de la montée en cadence et de l'accélération notable de la production depuis le printemps, 2/une MOP courante autour de 4.5%, proche du S1 (4.3%), mais en forte baisse par rapport à 2021 (6.6%) et par rapport à l'objectif initial de début d'exercice (« stabilité à 6.6% »), soit un ROP cible autour de 97M€, en recul de -20% vs 2021.

L'environnement actuel et le manque de visibilité nous contraint à renouveler une attitude prudente à court terme, avec des marges sous pression et à risque en 2023. En revanche nous restons fondamentalement positifs sur un groupe solide, de grande qualité et faiblement valorisé à ces niveaux de cours (ANA à 19€).

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	2 400,8
EBITDA	136,1	177,5	153,3	193,3
EBIT	85,3	123,7	98,8	135,6
Résultat Financier	-11,3	-5,9	-8,4	-8,4
RN part du Groupe	39,6	86,8	64,9	91,1

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	337,2	360,7	396,7	434,1
dont GW	0,3	0,6	0,6	0,6
BFR	439,4	452,3	542,8	579,3
Fonds Propres totaux	665,8	751,3	784,4	852,8
Endettement Financier net	58,7	5,5	98,8	104,4

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	93,3	150,4	118,9	148,7
CAPEX	58,6	60,4	90,0	95,0
CAF / CAPEX	1,6	2,5	1,3	1,6
Variation de BFR	-152,2	13,0	90,5	36,5
Pay-Out	0,5	0,3	0,5	0,2
FCF opérationnel	186,9	77,1	-61,6	17,2

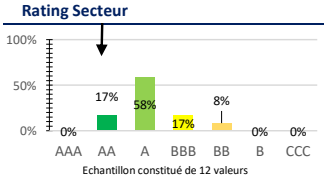
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	8,8%	0,7%	12,6%	12,2%
DN/EBITDA	0,4x	0,0x	0,6x	0,5x
GW/FP	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
M/EBIT	5,4%	6,6%	4,4%	5,6%
Marge nette	2,5%	4,6%	2,9%	3,8%
ROE	6,0%	11,6%	8,3%	10,7%
ROCE	11,0%	15,2%	10,5%	13,4%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	1,00	2,19	1,64	2,30
Dividende net	0,60	0,80	0,57	0,80
CAF / action	2,35	3,79	3,00	3,75
Actif net par action	16,33	18,39	19,03	20,99

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	17,3 €	28,0 €	22,0 €	22,0 €
PE	17,3x	12,8x	13,4x	9,6x
P / CAF	7,3	7,4	7,3	5,9
Rdt du FCF opérationnel	25,1%	6,9%	-6,3%	1,8%
P / AN	1,1x	1,5x	1,2x	1,0x
VE / CA	0,5x	0,6x	0,4x	0,4x
VE/ EBITDA	5,5x	6,3x	6,3x	5,1x
VE/ EBIT	8,7x	9,0x	9,8x	7,2x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Manitou

A

Score :6,2

en baisse vs préc.

	Critères FU	Notes
E	26,8TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (n.d)	n.d
S	36,4% de femmes au Comex	★★★★
	Développement du capital humain (6,9)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (50,0%)	★★★★★
	Comportement ethic (4,2)	★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

ORPEA

Secteur : Santé

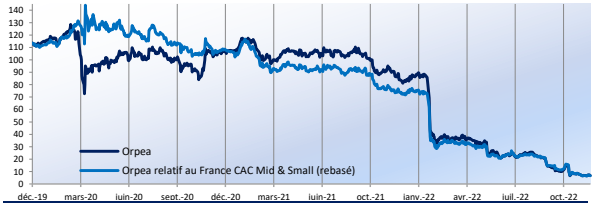
Cours au 07/12/2022 **6,7 €**

Objectif **suspendu**

Données boursières

MNEMO / ISIN	ORP-PAR / FR0000184798
Capitalisation	436 M€
Flottant	80,5%
Extrêmes 12 m (€)	6,5€ / 89,7€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-17,4%	-67,4%	-91,9%
Perf. relative CAC Mid&Small	-20,7%	-70,4%	-79,0%



Résultats et enjeux

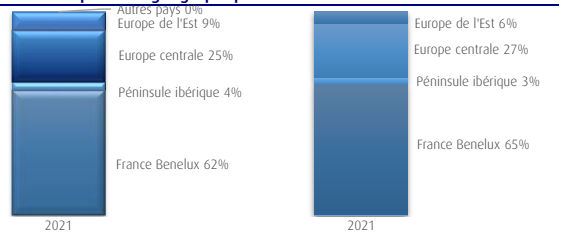
4 mois après son arrivée, le nouveau DG, Laurent Guillot, précise son diagnostic : « Orpéa s'est éloigné de son cœur de métier en privilégiant un développement international et immobilier trop rapide, au prix d'un endettement excessif et d'une situation financière très fragilisée. Le groupe a par ailleurs souffert de pratiques de gestion dysfonctionnelles et de malversations de l'ancienne équipe de direction ».

En réponse, la nouvelle direction présente son plan de transformation, articulé autour de plusieurs axes forts. 1/ Changer l'approche du soin, avec une amélioration des pratiques médicales et de l'éthique des affaires, et une amélioration de la sécurité et du bien-être des collaborateurs. 2/ Redresser la performance opérationnelle à horizon 2025, avec pour objectif : i/un CA cible de 6,1 Md€ (+9%/an), associé à une hausse de +4% du nombre d'établissements et de +3.3% du nombre de lits, ii/une M/EBITDAR de 17% en 2022 et 2023 (vs 26% en 2019) puis 20.4% en 2025, iii/des Capex pour 2,5 Md€, iv/ un objectif de détention des actifs immobiliers de 20%/25% vs 47%/2021. 3/Retrouver un équilibre financier avec une restructuration financière majeure en perspective, recouvrant conversion forcée de dettes non garanties via une augmentation de capital, et injection de nouveaux capitaux sous forme de dettes garanties et d'une seconde augmentation de capital. 4/ Réviser le périmètre géographique et immobilier (objectif de détention cible de 20-25% vs 47% fin 2021).

Une procédure amiable de conciliation a été ouverte auprès du TC de Nanterre. Mais le groupe qui se dit « exposé à un risque de manque de liquidité au cours du premier trimestre 2023 », prévient qu'il ne serait pas en capacité de mettre en œuvre son plan de transformation s'il n'était pas en mesure de trouver une solution dans le cadre de la conciliation.

A ce stade les incertitudes sont lourdes : 1/ouverture du volet restructuration dont les conditions sont tendues avec une très forte dilution des actionnaires à attendre, 2/Business Plan ambitieux intégrant un redressement rapide de tous les indicateurs financiers (TO, recrutements, maitrise des coûts, ramp up des grenfields...), 3/Rating ESG dégradé avec une Controverse sévère. Rester à l'écart.

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, nomme une nouvelle direction et engage le chantier de la transformation. Le projet de transformation du groupe en société à mission est confirmé.

Ses concurrents : Korian (Fr), LNA Santé (Fr), Tenet Healthcare (USA), Roen

Compte de Résultat (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	3 922,3	4 299,0	4 688,0	5 326,0
EBITDA	926,5	1 041,0	361,8	432,1
EBITA	422,9	396,0	101,7	113,9
Résultat Financier	-256,7	-249,0	-233,0	-218,0
RN publié part du Groupe	160,0	65,0	-238,5	-59,8

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	14 398	16 287	14 160	13 974
dont GW	1 489	1 669	1 669	1 669
BFR	-794	-1 009	-1 100	-1 250
Fonds Propres totaux	3 369	3 841	1 102	1 043
Endettement Financier	8 920	11 151	10 266	10 289
dt dette sur obl. locatives IF	2 817	3 265	3 265	3 265

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	407,8	710,0	127,5	396,9
Investissement global	1 007,0	1 405,0	1 039,5	570,3
CAF/Investissement	0,4	0,5	0,1	0,7
Variation de BFR	-390,0	-215,0	-91,3	-149,7
FCF opérationnel	-209,2	-480,0	-820,7	-23,7
Pay-Out	0,3	0,0	0,0	0,0
FCF après acquisition	-209,2	-538,2	-820,7	-23,7

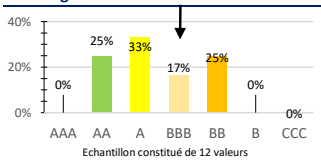
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	265%	290%	931%	987%
DN/EBITDA	9,6x	10,7x	28,4x	23,8x
GW/FP	44%	43%	151%	160%
M/EBITA	10,8%	9,2%	2,2%	2,1%
Marge nette	4,1%	1,5%	-5,1%	-1,1%
ROE	5,2%	1,7%	-21,6%	-5,7%
ROCE	3,0%	2,3%	-1,1%	0,9%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	2,70	1,01	-3,69	-0,92
Dividende net	0,90	0,00	0,00	0,00
CAF / action	6,31	10,99	1,97	6,14
Actif net par action	51,30	59,43	17,06	16,13

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	103,8 €	101,6 €	6,7 €	6,7 €
PE	38,5x	101,1x	ns	ns
P / CAF	16,4x	9,3x	3,4x	1,1x
Rdt du FCF opérationnel	-1,6%	-3,3%	-11,0%	-0,3%
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	20,6x	17,3x
VE/EBITA	30,3x	36,5x	73,1x	65,5x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Orpéa

BBB
Score : 5,3
en baisse vs préc.

	Critères FU	Notes
E	33,1TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (4,6)	★★½
S	46,2% de femmes au Comex	★★★★½
	Développement du capital humain (n.d)	n.d
G	Indépendance du CdAdm (92,3%)	★★★★★
	Comportement ethic (4,6)	★★½

Controverse

Orange

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

PIERRE & VACANCES

Secteur : Hôtellerie - Loisirs

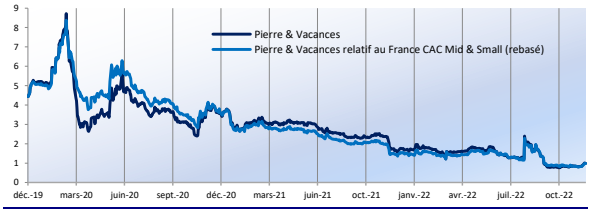
Cours au 07/12/2022 **1,0 €**

Objectif **1,3€ (+29,0%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	VAC-PAR / FR0000073041
Capitalisation	448 M€
Flottant	30,0%
Extrêmes 12 m (€)	0,8€ / 2,4€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+12,0%	-36,8%	-43,7%
Perf. relative CAC Mid&Small	+8,7%	-39,8%	-30,8%



Résultats et enjeux

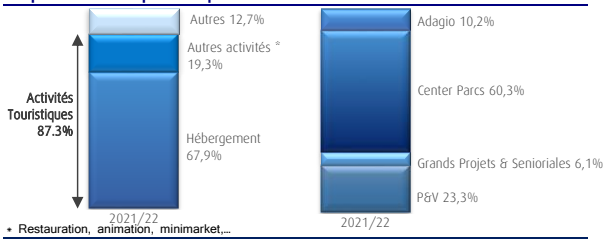
La transformation du groupe initié il y a 1 an se poursuit et la direction s'applique à mener à bien son plan « Réinvention 2026 » avec déjà des avancées prometteuses et rassurantes :

- Au niveau financier : les performances opérationnelles de l'exercice 2022 (à fin septembre) ressortent > à celles d'avant crise (2019) et > aux guidances du groupe, à la fois sur le CA (CA Touristique à +13,1% vs 2019, tiré principalement par Center Parcs à +25,5% sur l'hébergement et +23% sur les prix moyens de vente grâce à la rénovation et la montée en gamme des cottages) et sur l'EBITDA ajusté hors éléments non récurrents (105M€ vs 96M€ visés par le groupe et 79M€ en 2019).
- Au niveau de la restructuration capitalistique et financière : elles sont finalisées et aboutissent à 1/ une recapitalisation de + de 750M€ (apport en numéraire de 200M€ + 555M€ de conversion de dette en equity) et des FP reconstitués ; un allègement de la dette de plus de 700M€ avec dorénavant une situation de Trésorerie excédentaire de 67M€ dont 470M€ de trésorerie et une dette réinstallée ayant pour maturité septembre 2027, 2/ un actionnariat profondément modifié, aboutissant à un flottant de 30% (dont créanciers financiers pour 12%) qui s'accompagne d'une nouvelle gouvernance pour sécuriser l'exécution du plan Réinvention et d'un Conseil d'Administration entièrement renouvelé.

Seul 1/3 du plan a été réalisé mais déjà les 1ers résultats sont là et d'autres chantiers sont déjà enclenchés dont i/ le plan ambitieux de réduction des coûts d'~60M€ d'ici 2026 (<50% sur les coûts de structure et >50% sur la performance opérationnelle) dont 50% des économies prévue en 2023, ii/ le développement d'une nouvelle culture d'entreprise orientée cash/ROI.

Le début d'année est bien orienté avec un portefeuille de réservations touristiques au 1T23 en hausse, tiré par CP et Adagio et par des TO des nuitées vendues et des PMV en progression. Dans ce contexte, et en dépit des pressions inflationnistes pesant sur l'énergie et les salaires, P&V révise en partie ses objectifs 2023 annoncés en avril 2022 : 1/ un CA de 1,66Md€ (vs 1,62Md€ init.), 2/ un Ebitda ajusté de 105M€, 3/ un FCF de 37M€. La bonne exécution du plan qui devrait se matérialiser dans les chiffres tout au long de l'année, est de nature à soutenir la revalorisation du titre.

CA par activité et par marque



Activité

Fortement ébranlé par 10 annés 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€)	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e
Chiffre d'Affaires	1 053,5	1 769,7	1 822,8	1 942,2
EBITDA	-186,9	156,4	130,8	149,8
EBITA	-236,6	98,6	72,5	78,9
Résultat Financier	-43,7	317,7	-3,3	-3,4
RN hors ORNANE	-341,2	325,0	28,1	32,3
RN Pdg hors ORNANE	-341,3	324,9	28,0	32,2

Bilan (M€)	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e
Total actif immobilisé	340,3	658,3	667,1	675,1
dont GW	138,2	138,8	138,8	138,8
BFR	-216,7	-152,9	-182,3	-194,2
Fonds Propres totaux	-509,1	207,0	234,5	266,6
Endettement Financier net	529,8	-66,8	-90,2	-136,0

Financement (M€)	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e
CAF	-242,5	28,9	141,6	150,8
CAPEX	-38,7	-58,2	-63,8	-68,0
CAF / CAPEX	6,3	-0,5	-2,2	-2,2
Variation de BFR	109,2	-110,0	-29,4	-11,9
Pay-Out	0%	0%	0%	0%
FCF Opérationnel	-172,0	-139,3	48,4	70,8

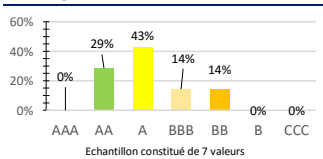
Ratios de structure	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e
Gearing	-104%	-32%	-38%	-51%
DN/EBITDA	ns	-0,4	-0,7	-0,9
GW/FP	ns	67,1%	59,2%	52,1%
Marge d'EBITA	-22,5%	5,6%	4,0%	4,1%
Marge nette	-32,4%	18,4%	1,5%	1,7%
ROE	ns	157,0%	11,9%	12,1%
ROCE	-191,4%	19,5%	15,0%	16,4%

Données par action (€)	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e
BPA	-0,63	0,60	0,05	0,06
Dividende net	0,00	0,00	0,00	0,00
CAF / action	-0,45	0,05	0,26	0,28
Actif net par action	-0,95	0,38	0,44	0,50

Ratios boursiers	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e
Cours moyen ou dernier	3,0 €	1,7 €	1,0 €	1,0 €
PER	n.s	2,8x	19,0x	16,5x
P / CAF	-6,6x	31,6x	3,7x	3,5x
Rdt du FCF opérationnel	-7,7%	-14,2%	8,4%	13,4%
P / AN	-3,1x	4,4x	2,3x	2,0x
VE / CA	2,1x	0,6x	0,3x	0,3x
VE/ EBITDA	-12,0x	6,3x	4,4x	3,5x
VE/ EBITA	-9,5x	10,0x	7,9x	6,7x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Pierre & Vacances : société non notée par MSCI

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

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

PLASTIC OMNIUM

Secteur : Equipementiers Automobiles

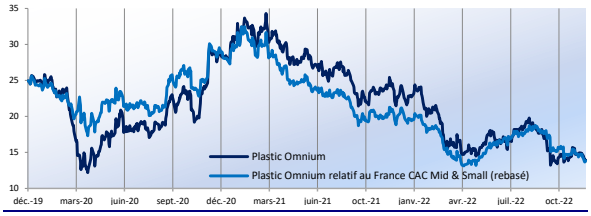
Cours au 07/12/2022 **14,0 €**

Objectif **20,5€ (+47,1%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	POM-PAR / FR0000124570
Capitalisation	2 030 M€
Flottant	38,3%
Extrêmes 12 m (€)	13,2€ / 24,4€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-2,9%	-21,4%	-41,1%
Perf. relative CAC Mid&Small	-6,2%	-24,4%	-28,3%



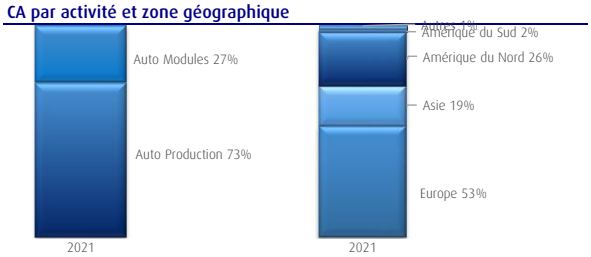
Résultats et enjeux

Dans un environnement difficile (pénuries de semiconducteurs, Covid, productions à l'arrêt, inflation), les agrégats 1S22 sont en progression : 1/ CA de 4,3M€ (+4,3% ; +0,4%pcc soit une surperformance de +1,6pts) avec des disparités selon les régions. Parmi les contributions positives, l'Am. du Nord, moins impactée par la guerre en Ukraine et les ruptures d'approvisionnements des semiconducteurs, et l'Asie hors Chine, grâce aux lancements de nouveaux modèles. A l'inverse, l'Europe est pénalisée par la guerre en Ukraine, la Chine par des arrêts de chaîne de production de certains clients, en lien avec les mesures sanitaires. 2/ La MOP à 4,6% (+2,6pts vs 2S21) bénéficie du renforcement des plans de réduction de coûts et de flexibilisation de l'outil industriel mis en place fin 2019 en complément des mesures pour améliorer l'efficience industriel et le plan Omega d'économie de coûts (-137M€ à ce jour). Ces mesures ont permis de d'absorber partiellement l'impact de l'inflation sur la marge (-70pbs vs -100pbs pour Faurecia) ainsi que les 15M€ de coûts de développement de la nouvelle activité New Energies. 3/ Le FCF, solide à 134M€ (+34%), illustre la bonne maîtrise des Capex et du BFR dans un contexte de difficultés d'approvisionnement des chaînes logistiques et de phénomène de « stop-and-go » sur la production. La DN est ainsi stable à 851M€ (1,2x l'EBITDA) mais n'intègre pas les 3 achats du 1S (~640M€ dont 582M€ dans l'Eclairage et le solde dans l'Electrification).

Après un 3T à 2,38Md€ (+22,4%pcc, +4pts de surperformance), POM confirme ses guidances 2022 (surperformance vs production estimée à 77M d'unités, MOP entre 5/6% et FCF >260M€) et les ajuste de l'intégration des acquisitions : MOP entre 4/4,5% et FCF >140M€.

Les résultats sont donc solides et POM semble bien positionné pour capter les opportunités d'un marché automobile en pleine transformation au regard d'une offre structurée autour de 5 branches d'activité et après avoir remporté les 1ers succès de sa stratégie (notamment l'Hydrogène via sa JV EKPO (avec Elringklinger) qui a reçu une 1ère subvention de 74M€ par la France). Sur le 2S, POM devrait compléter son offre en lançant une 6ème branche dédiée aux applications softwares. Une valorisation attractive et un momentum mieux orienté nous conduisent à être positif sur le titre.

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	8 203,3	9 403,6
EBITDA	648,0	772,0	900,3	1 076,9
EBITA	118,3	302,8	359,0	471,6
Résultat Financier	-68,5	-50,5	-73,4	-80,1
RN	-249,2	117,2	147,8	220,3
RN part du groupe	-251,1	126,4	157,0	229,5

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	3 578,3	3 722,7	3 585,5	3 417,5
dont GW	1 014,4	1 026,9	1 026,9	1 026,9
BFR	-550,4	-511,7	-517,6	-508,7
Fonds Propres totaux	1 940,3	2 044,9	2 188,2	2 369,0
Endettement Financier net	806,9	853,6	1 380,9	1 081,0

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	423,9	573,1	577,2	841,1
CAPEX	-374,0	-294,0	-451,2	-489,0
CAF / CAPEX	-1,1	-1,9	-1,3	-1,7
Variation de BFR	-45,0	-71,0	5,9	-8,9
Pay-Out	-29%	33%	37%	42%
FCF opérationnel	4,9	208,1	131,9	343,2

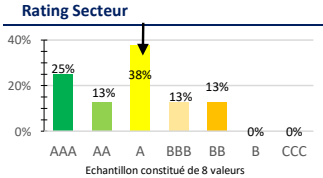
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	41,6%	41,7%	63,1%	45,6%
DN/EBITDA	1,2x	1,1x	1,5x	1,0x
GW/FP	52,3%	50,2%	46,9%	43,3%
Marge d'EBITA	1,7%	4,2%	4,4%	5,0%
Marge nette	-3,6%	1,7%	1,9%	2,4%
ROE	-12,9%	6,2%	7,2%	9,7%
ROCE	3,9%	9,4%	11,7%	16,2%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	-0,24	1,14	1,57	2,10
Dividende net	0,49	0,28	0,39	0,65
CAF / action	2,88	3,81	3,83	5,68
Actif net par action	12,80	13,30	14,14	15,61

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	20,6 €	27,1 €	14,0 €	14,0 €
PER	-87,0x	23,8x	8,9x	6,7x
P / CAF	7,2x	7,1x	3,6x	2,5x
Rdt du FCF opérationnel	0,5%	5,9%	5,4%	13,9%
P / AN	1,6x	2,0x	1,0x	0,9x
VE / CA	0,9x	0,6x	0,4x	0,3x
VE/ EBITDA	10,1x	5,5x	3,7x	2,6x
VE/ EBITA	58,7x	15,2x	9,4x	6,2x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating POM

A

Score :6,7

en baisse vs préc.

	Critères FU	Notes
E	44,4TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (n.d)	n.d
S	53,3% de femmes au Comex	★★★★★
	Développement du capital humain (5,2)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (60,0%)	★★★★★
	Comportement ethic (6,6)	★★★1

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

QUADIENT

Secteur : Services aux entreprises

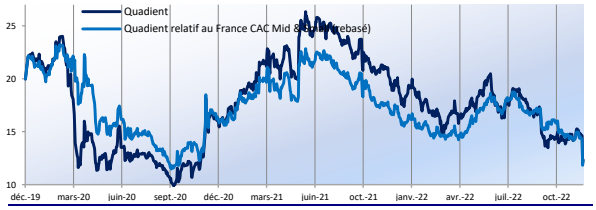
Cours au 07/12/2022 **12,4 €**

Objectif **23,0€ (+86,0%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	QDT-PAR / FR0000120560
Capitalisation	427 M€
Flottant	64,4%
Extrêmes 12 m (€)	12,0€ / 20,5€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-14,1%	-26,7%	-38,5%
Perf. relative CAC Mid&Small	-17,4%	-29,7%	-25,6%



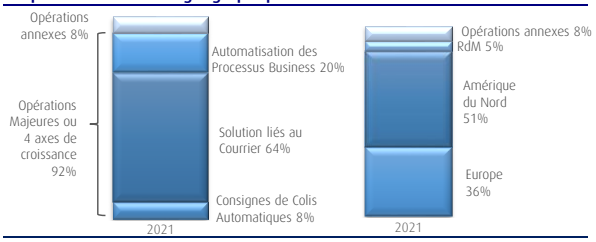
Résultats et enjeux

Le 1S22 a été pénalisé par les lancements de produits en Europe et l'inflation. Ainsi, le CA1S s'élève à 524M€ (+4%, soutenu par la force du $; +0,7%pcc dont une accélération de la croissance au 2T à +2%pcc grâce à une base de comparaison plus favorable pour PLS). L'Ebit s'établit à 65M€ (-7,1%), pénalisé par : 1/ les efforts pour déployer plus encore en Europe ICA, sa solution logicielle, et PLS, qui contribueront naturellement à la croissance future, 2/ l'inflation, avec un coût élevé en termes de chaîne d'approvisionnement et d'OpEx, néanmoins déjà partiellement atténué par les hausses de prix passées sur le 1S.

La bonne dynamique d'activité sur le 2T permettait d'espérer une forte progression du CA et de la rentabilité au 2S. La publication du CA3T à 270M€ (+8,8% ; +1%pcc) est en réalité marquée par des retards dans le développement de PLS aux Etats-Unis (liés à des délais de constructions accrus sur les nouveaux logements dans les secteurs résidentiels et des décalages de projets à 2023 dans le secteur de la distribution) qui, s'ils ne remettent pas en question les perspectives d'amélioration sensible des agrégats sur le 2S, contraignent néanmoins le groupe à réviser à la baisse ses guidances pour 2022 : 1/ CA à pcc désormais attendu > +1% (vs >+2% préc.), 2/ ROC à pcc en baisse d'un niveau « low to mid-single digit » (vs croissance pcc à « low to mid-single digit »). En données publiées en revanche, le CA et le ROC s'afficheront bien en progression, portés par un effet change favorable.

La déception est là et la direction peine à nous convaincre des perspectives de croissance à court terme de l'activité PLS. Pour autant, nous jugeons la sanction boursière au lendemain de la publication sévère, les fondamentaux restant bons et la valorisation extrêmement faible.

CA par activité et zone géographique



Activité

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

Compte de Résultat (M€)	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

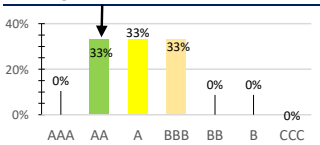
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	41%	37%	35%	27%
DN/EBITDA	2,1	2,1	1,9	1,5
GW/FP	82,7%	82,4%	78,4%	74,5%
Marge d'EBITA	14,7%	14,3%	14,9%	15,2%
Marge nette	3,9%	8,6%	8,4%	8,9%
ROE	3,3%	6,5%	6,2%	6,4%
ROCE	11,4%	10,2%	11,6%	12,4%

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

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

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Quadient

AA
Score :7,6

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	8,3TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (n.d)	n.d
S	41,7% de femmes au Comex	★★★★
	Développement du capital humain (6,9)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (91,7%)	★★★★★
	Comportement ethic (5,3)	★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

RUBIS

Secteur : Services pétrolier

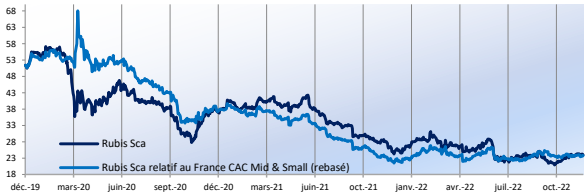
Cours au 07/12/2022 **24,0 €**

Objectif **30,1€ (+25,8%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	RUI-FR / FR0013269123
Capitalisation	2 466 M€
Flottant	46,5%
Extrêmes 12 m (€)	20,9€ / 31,1€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+1,6%	+2,7%	-6,5%
Perf. relative CAC Mid&Small	-1,8%	-0,3%	+6,4%



Résultats et enjeux

Les résultats S1 sont bons dans un contexte compliqué par l'envolée des cotations pétrolières. Le CA ressort à 3290M€, l'Ebitda à 314M€ (+22%), le ROC à 244M€ (+30%), désormais supérieur à son niveau d'avant covid, le RN à 170M€ (+25%). A noter : 1/ l'excellente tenue de la division Distribution (ROC 184M€ +26%), alimentée par la hausse des volumes (+7%), la hausse des marges unitaires (+6%) et une évolution positive de toutes les régions, surtout l'Afrique et les Caraïbes, portés par la reprise du Tourisme et de l'aviation, 2/ la bonne contribution de la division Support et Services (ROC 75M€ (+25%)), outil d'approvisionnement de Rubis en énergie et produits pétroliers, 3/ l'entrée stratégique sur le marché du renouvelable avec l'acquisition structurante de Photosol au T2.

Le bilan est solide mais néanmoins marqué par l'acquisition de Photosol (770M€) avec une DN de 1400M€ au 30/06 et une DN corporate* de 1102M€ (leverage de 2.6x dont 2.1x pour la dette corporate).

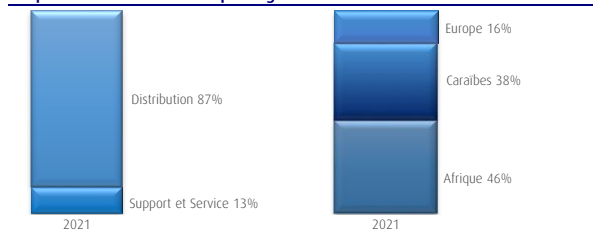
Après publication d'un bon T3, confirmant l'excellente tenue des marges unitaires dans la division Distribution (+20%), Rubis anticipe « une bonne croissance de ses résultats 2022 ». Nous attendons un ROC de 431M€ (+7%) et un RN pdg de 312M€ (+8.5%), hors dépréciations des actifs en Haïti où la situation s'est encore dégradée au T3 (2% du RN en 2021).

Les leviers de croissance sont en place : i/ un positionnement sur des produits de base difficilement substituables (fuel, GPL) et des marchés de niche (bitume, Caraïbes), ii/ une exposition à des régions (Afrique) où la démographie et la consommation d'énergie par habitant augmente, iii / une diversification dans les énergies renouvelables portée par les aides d'Etat et l'impératif de la transition énergétique (Photosol (3.5GW en projet), HDF Energie (18,5% du capital) et plus accessoirement Mobexi en novembre (installations photovoltaïque en toiture)). S'agissant du risque inflationniste, le groupe dit être en discussion avec l'Etat pour adapter la tarification des contrats déjà négociés à l'inflation et à la hausse des taux d'intérêt.

La visibilité s'améliore, la feuille de route ESG également. C'est bien, mais au prix d'une forte hausse de l'endettement et de l'intégration de nouvelles activités fortement consommatrices de cash. Le groupe le paie au prix fort avec un niveau de valorisation toujours très déprécié.

* hors dettes sans recours sur les projets Photosol

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	6 683,0	6 879,4
EBITDA	505,9	528,4	593,1	637,2
EBITA	365,9	391,8	439,3	475,9
Résultat Financier	-37,2	-32,6	-58,0	-66,0
RN part du groupe	280,3	292,6	312,4	331,7

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	2 991,9	3 175,9	3 178,4	3 396,0
dont GW	1 219,8	1 231,6	1 231,6	1 231,6
BFR	352,6	414,8	604,0	621,7
Fonds Propres totaux	2 620,3	2 736,4	2 857,3	2 997,5
Endettement Financier net	350,9	600,2	1 553,5	1 586,2
dt obligations locatives	182,8	171,2	171,2	171,2

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	431,2	438,2	514,1	551,6
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	-189,2	-17,8
Pay-Out	34%	66%	61%	58%
FCF Opérationnel	359,7	179,2	8,2	158,8

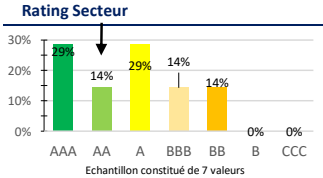
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	13%	22%	54%	53%
DN/EBITDA	0,7	1,1	2,6	2,5
GW/FP	46,6%	45,0%	43,1%	41,1%
Marge d'EBITA	9,4%	8,5%	6,6%	6,9%
Marge nette	7,2%	6,4%	4,7%	4,8%
ROE	10,7%	10,7%	10,9%	11,1%
ROCE	10,9%	10,9%	11,6%	11,8%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	2,75	2,79	3,03	3,22
Dividende net	0,93	1,86	1,86	1,86
CAF / action	4,16	4,25	4,99	5,35
Actif net par action	24,14	25,42	26,59	27,95

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	41,5 €	34,7 €	24,0 €	24,0 €
PER	15,1x	12,3x	7,9x	7,4x
P / CAF	10,0x	8,2x	4,8x	4,5x
Rdt du FCF opérationnel	5,6%	4,5%	0,2%	3,6%
P / AN	1,7x	1,4x	0,9x	0,9x
VE / CA	1,3x	1,0x	0,7x	0,6x
VE/ EBITDA	9,9x	8,6x	7,4x	7,0x
VE/ EBITA	13,7x	11,6x	10,0x	9,3x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Rubis

AA
Score :8,4

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	38,4TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (n.d)	n.d
S	50,0% de femmes au Comex	★★★★★
	Développement du capital humain (7)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (70,0%)	★★★★★
	Comportement ethic (4,6)	★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

SAFRAN

Secteur : Equipementiers Aéronautiques

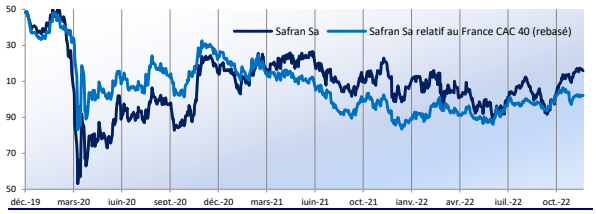
Cours au 07/12/2022 **115,9 €**

Objectif **130,2€ (+12,3%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	SAF-PAR / FR0000073272
Capitalisation	49 534 M€
Flottant	81,6%
Extrêmes 12 m (€)	88,3€ / 117,4€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+2,3%	+13,0%	+9,3%
Performance relative CAC40	-1,5%	+3,9%	+15,0%



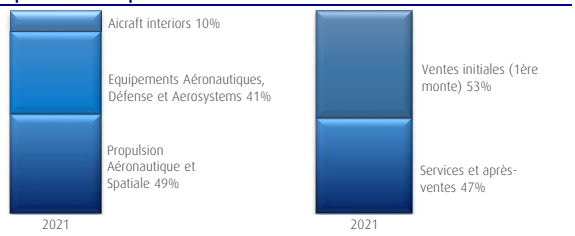
Résultats et enjeux

Dans un contexte de redressement du trafic aérien court-moyen courrier sur 9m22 (81% du niveau de 9m 2019, la Chine restant très volatile), les résultats sont solides et réguliers d'un trimestre sur l'autre : 1/ CA 9M à 13,4Md€ (+26,4% ; +17,5%pcc) grâce aux activités Propulsion (+22,3%pcc) et Aircraft Interiors (+26,8%pcc) et à la forte hausse des Services sur les 3 divisions (+36%) dont l'après-vente civile (+43% : restockage par les compagnies aériennes de pièces de rechange CFM56 après le Covid). 2/ ROC 1S de 1,05Md€ (+59%) soit une MOC de 12,2% (+2,6pts tiré par les Services et les économies du plan d'adaptation) avec une hausse sur la Propulsion (MOC à 17,3% soit +1,8pts), les Equipements (MOC à 11,7% soit +2,6%) et Interiors (MOC à -9,4% soit +7,6pts), 3/ RN 1S de 551M€ (quasi x2) dont -160M€ de dépréciations non cash liées aux sanctions contre la Russie. 4/FCF 1S soutenu à 1,7Md€ (x2,4) grâce au BFR (+426M€ liés au paiement d'acomptes pour le Rafale en compensation de la hausse des stocks pour sécuriser les livraisons), générant un fort recul de la DN à 425M€ (-72%) ou 0,13x l'EBITDA.

Dans ce contexte, et pour tenir compte de la forte croissance des Services sur 9M et de l'évolution favorable du change, Safran relève une partie des guidances 2022 : 1/ CA à ~19Md€ (vs 18,2/18,4Md€ init.) lié à l'après-vente civile (+25/+30%), 2/ MOC inchangée à ~12,6%, 3/ FCF >2,4Md€ (vs 2,4Md€ init.). Ces objectifs intègrent un niveau d'activité 4T prudent et stable, compte tenu : 1/ d'un ralentissement anticipé dans l'après-vente civile après des achats d'anticipation des compagnies au 3T sur les pièces détachées avant la hausse des prix annoncée par Safran (~+10%, effective en novembre), 2/ de goulets d'étranglement sur la production de LEAP et des volumes de livraison < aux objectifs.

Si 2022 ne réserve pas de surprise majeure, 2023 pourrait être plus difficile avec un newsflow moins riche et pollué par les contraintes sur la supply chain et l'inflation qui pourraient notamment repousser l'objectif de breakeven sur le LEAP au-delà de 2025. Néanmoins, le momentum restera bien orienté et la génération de FCF (attendue à 10M€ cumulés sur 2021/25 annoncés lors du CMD 2021) pourrait être dépassée grâce au contrat Rafale et conduire Safran à annoncer un programme de rachat d'actions en 2023

CA par division et par activité



Activité

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

Compte de Résultat (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	16 498,0	15 257,0	19 965,0	22 204,5
EBITDA	2 942,0	3 141,0	3 513,9	4 161,9
EBITA	1 686,0	1 805,0	2 533,9	3 103,9
Résultat Financier	-7,0	-204,0	-81,2	-52,8
RN	879,0	784,0	1 476,9	1 985,5
RN part du groupe	844,0	760,0	1 441,9	1 945,5

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	22 165,0	21 942,0	21 961,1	21 958,2
dont GW	5 060,0	5 068,0	5 068,0	5 068,0
BFR	-2 492,0	-3 202,0	-3 751,4	-3 663,7
Fonds Propres totaux	12 790,0	13 270,0	14 533,0	16 154,9
Endettement Financier net	2 792,0	1 567,0	-643,3	-2 423,3

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	1 866,3	2 186,2	2 880,4	3 292,8
CAPEX	-793,0	-756,0	-999,1	-1 055,1
CAF / CAPEX	-2,4	-2,9	-2,9	-3,1
Variation de BFR	-8,0	250,0	549,4	-87,6
Pay-Out	22%	28%	25%	26%
FCF Opérationnel	1 065,3	1 680,2	2 430,7	2 150,1

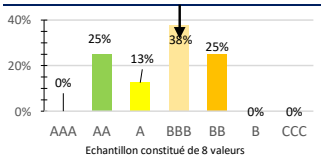
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	22%	12%	-4%	-15%
DN/EBITDA	0,9x	0,5x	-0,2x	-0,6x
GW/FP	39,6%	38,2%	34,9%	31,4%
Marge d'EBITA	10,2%	11,8%	12,7%	14,0%
Marge nette	5,1%	5,0%	7,2%	8,8%
ROE	6,8%	5,9%	10,2%	12,4%
ROCE	7,8%	9,0%	13,1%	16,0%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	2,40	2,87	3,99	4,97
Dividende net	0,43	0,50	0,85	1,20
CAF / action	4,24	4,96	6,54	7,48
Actif net par action	29,00	30,06	32,93	36,63

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	102,6 €	114,2 €	115,9 €	115,9 €
PER	42,8x	39,8x	29,1x	23,3x
P / CAF	24,2x	23,0x	17,7x	15,5x
Rdt du FCF opérationnel	2,2%	3,2%	4,8%	4,4%
P / AN	3,5x	3,8x	3,5x	3,2x
VE / CA	0,8x	0,9x	0,7x	0,6x
VE/ EBITDA	4,5x	4,2x	3,7x	3,2x
VE/ EBITA	7,8x	7,3x	5,2x	4,2x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Safran

BBB
Score :5

en baisse vs préc.

	Critères FU	Notes
E	24,1TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (7,1)	★★★½
S	38,9% de femmes au Comex	★★★★
	Développement du capital humain (3,7)	★★★★
G	Indépendance du CdAdm (83,3%)	★★★★★
	Comportement ethic (5,3)	★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

SARTORIUS STEDIM BIOTECH

Secteur : Santé

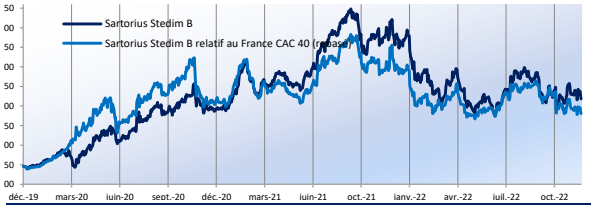
Cours au 07/12/2022 **318,3 €**

Objectif **336,8€ (+5,8%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	DIM-PAR / FR0013154002
Capitalisation	29 341 M€
Flottant	26,0%
Extrêmes 12 m (€)	276,7€ / 494,2€

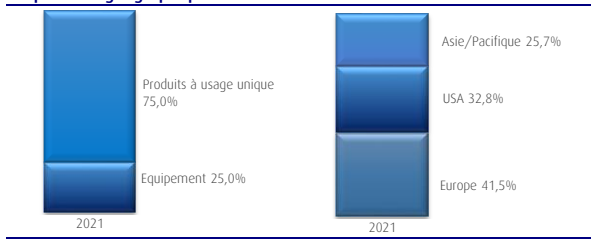
Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+2,7%	-14,0%	-33,8%
Perf. relative CAC40	-1,1%	-23,1%	-28,0%



Résultats et enjeux

Au T3, prises de commandes (-19.5% et -23.6%cc) et CA (+16% et +7.8%cc) ralentissement fortement, en lien avec une normalisation rapide de la demande après 2 années covid exceptionnelles. A 9 mois le CA ressort à 2602m€ (+23.4% dont +17%), avec une dynamique toujours forte sur les 3 zones géographiques : EMEA (+11%cc), Americas (+22.7%cc), Asie/Pacifique (+19.7cc%). Le carnet de commandes poursuit sa normalisation tout en restant sain, autour d'1x le CA (2601M€, -12.8%cc). L'EBITDA ajusté s'élève à 912m€ (+19.1%), la M/Ebitda à 35% (-130pb), pénalisée par des effets change négatifs et un redéploiement attendu des dépenses commerciales (+1711 embauches/9 mois soit +14% des effectifs), marketing et de déplacement. En parallèle, SSB poursuit le renforcement de son portefeuille de thérapies innovantes avec l'acquisition d'Albumedix (CA : 33M£, Prix :415M£), spécialisé dans le domaine des solutions d'albumine recombinante.
Sur l'année, le groupe ajuste ses estimations : i/ CA retenu en bas de fourchette (+15/+19% dont un effet périmètre de +2% (Novacep, CellGenix, Albumedix)) avec un CA covid en baisse de 50% à 250M€, ii/marge d'EBITDA inchangée, >35% après prise en compte des mesures pour réduire les émissions de CO2 (0.5% du CA), iii/Capex de l'ordre de 14.5% du CA (hausse des capacités de production en sartorius stedimAllemagne, USA, Corée du Sud), iv/ratio de DN/Ebitda de 0.8x(vs 0.2x) après acquisition d'Albumedix.
Les drivers de croissance sont inchangés, les objectifs à horizon 2025 inchangés également à 4Mds€ de CA (hors activités covid jugées trop incertaines par la direction) et >35% de marge d'Ebitda. 2023 en revanche est plus incertain, étroitement dépendant i/de la situation sanitaire, ii/du rythme de normalisation des stocks clients (jusqu'à 12 mois en stocks pour certains vs une situation normalisée traditionnellement proche des 6 mois).
Le titre s'est ajusté à la hausse des taux. La correction a été violente avec cet avantage d'avoir permis (enfin) de réconcilier valorisation et fondamentaux. C'est un élément positif qui nous laisse penser que le cours actuel, sans être bon marché (les bijoux technologiques ont un prix : Albumedix, Cell Genix, Xell achetés respectivement à 12x et 10x CA, 35x et 28x Ebitda) mais désormais en phase avec ses multiples historiques, devient plus accessible dans une perspective à MT.

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	3 489,0	3 897,9
EBITDA retraité	604,7	1 033,4	1 237,4	1 366,4
EBITA retraité	530,1	891,9	1 128,1	1 244,3
EBITA	471,8	865,4	1 045,0	1 161,1
Résultat Financier	10,8	-218,7	-32,0	-36,0
RN part du Groupe	357,9	414,4	754,7	832,6

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	2 194,1	2 495,5	3 675,0	4 070,6
dont GW	571,9	684,4	684,4	684,4
BFR	271,6	235,3	284,4	317,8
Fonds Propres totaux	1 482,9	1 733,2	2 371,7	3 076,9
Endettement Financier net	527,0	401,9	933,9	599,6

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	416,9	555,9	922,1	1 012,9
CAPEX	150,5	324,0	505,9	467,7
CAF / CAPEX	2,8	1,7	1,8	2,2
Variation de BFR	38,1	-36,3	49,1	33,3
Pay-Out	0,2	0,3	0,2	0,2
FCF opérationnel	228,3	268,2	367,1	511,8

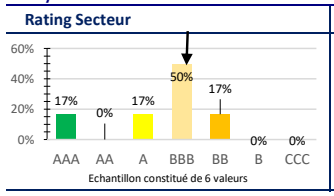
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	35,5%	23,2%	39,4%	19,5%
DN/EBITDA	0,9x	0,4x	0,8x	0,4x
GW/FP	38,6%	39,5%	28,9%	22,2%
M/EBIT	24,7%	30,0%	30,0%	29,8%
Marge nette	18,7%	14,4%	21,6%	21,4%
ROE	24,7%	25,0%	32,9%	27,8%
ROCE	19,1%	31,7%	26,4%	26,5%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA retraité	4,2	4,5	8,2	9,0
Dividende net	0,7	1,3	1,4	1,5
CAF / action	4,5	6,0	10,0	11,0
Actif net par action	15,2	16,7	23,5	31,0

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	241,9 €	420,8 €	318,3 €	318,3 €
PER	62,3x	93,6x	38,9x	35,2x
P / CAF	53,5x	69,8x	31,8x	29,0x
Rdt du FCF opérationnel	1,0%	0,7%	1,2%	1,7%
P / AN	15,0x	22,4x	13,5x	10,3x
VE / CA	11,9x	13,6x	8,7x	7,7x
VE/ EBITDA	37,7x	37,9x	24,5x	21,9x
VE/ EBIT	43,1x	43,9x	26,8x	24,1x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Sartorius

BBB
Score :4,4

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	11,2TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (6,2)	★★★
S	50,0% de femmes au Comex	★★★★★
	Développement du capital humain (5,6)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (50,0%)	★★★★★
	Comportement ethic (6)	★★★

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

SEB

Secteur : Biens de consommation

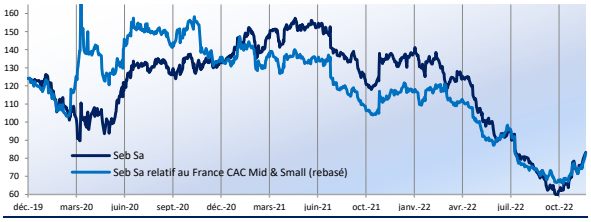
Cours au 07/12/2022 **83,3 €**

Objectif **111,7€ (+34,1%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	SK-PAR / FR0000121709
Capitalisation	4 607 M€
Flottant	52,2%
Extrêmes 12 m (€)	59,2€ / 141,2€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+20,4%	+17,9%	-38,2%
Perf. relative CAC Mid&Small	+17,0%	+15,0%	-25,3%

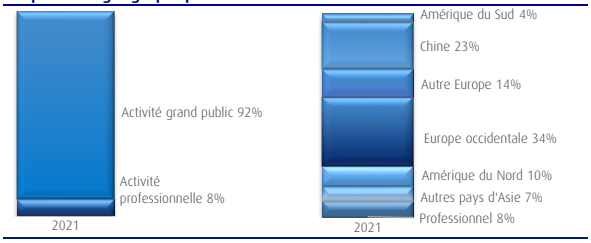


Résultats et enjeux

Au S1, le groupe a émis un profit warning avec : 1/ une croissance limitée du CA à 3666 M€ (+1,6%, dt -2,3%pcc) dont une nette dégradation au T2 (-0.4% et -5,1% pcc/T2), essentiellement centrée en zone EMEA (France, Allemagne, Russie), 2/ une baisse de sa rentabilité (ROPA S1 2022 : 199 M€/MOP 5,4% (-350pb)) dont une chute au T2 (ROPA à 59 M€, soit une MOP à 3,4%) : augmentation du coût des ventes (matières premières, fret, sous-absorption des coûts fixes industriels), hausse des moyens moteurs et des frais commerciaux et effets devises négatifs pour l'essentiel, 3/ une hausse de sa dette à 2447M€ (stocks de précaution). Les guidances ont été abaissées une 1ère fois dans les termes suivants : 1/un CA stable vs « une croissance » initialement attendue, 2/ une MOP comprise entre 8% et 8.5% dont : i /-90pb pour les effets changes (-73M€ vs -50Me), ii/ un surcoût matières premières, fret, devise de -300 M€ vs -200 M€ initialement estimé.
Le CA s'est encore dégradé au T3 (-3.4% publié, -8.1% pcc) et à 9 mois (-0.2% publié dont -4.3% pcc), avec pour principales contreperformances l'Europe occidentale (-12% à 9 mois dont -17% en France et Allemagne, pénalisés par la non-récurrence des programmes de fidélité, la normalisation du marché post-covid et la volonté des distributeurs de réduire leurs stocks), les USA (-9.5%) et la Russie (-23%) quand, à l'inverse, la Chine a su rassurer (+5.5% pcc/9 mois). De même le ROPA s'est inscrit en forte baisse à 120M€/T3 et 319M€ sur 9 mois (-39%), d'où un 2ème Profit warning et de nouvelles guidances retenant désormais : 1/ un CA autour de 7.9Md€ (-2%), mais « sans trou d'air » au T4, trimestre le plus important de l'année (30% du CA et 35% du ROPA), 2/une MOP ajustée de l'effet volume de 7/7,5%.

2022 est une année difficile qui contraint le groupe à encaisser de multiples chocs : 1/normalisation de l'activité après une année covid exceptionnelle, 2/ dégradation des conditions de marché : contexte géopolitique incertain, inflation des coûts, impacts changes négatifs, 3/ situation difficile sur plusieurs marchés clés (France, Allemagne), 4/environnement plus promotionnel. Pour autant le groupe continue d'afficher une grande confiance dans ses marchés et son business modèle. Nous ajouterons un niveau de valorisation encore accessible malgré le récent rebond.

CA par zone géographique



Activité

SEB est le leader mondial du petit équipement domestique, commercialisé sous les marques SEB, TEFAL, MOULINEX, KRUPS, ROWENTA, ALL-CLAD, ARNO, CALOR, LAGOSTNA, SUPOR, WMF pour les principales. 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 Longi (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	7 900,0	8 156,5
EBITDA	879,3	1 041,0	840,6	857,1
EBIT	503,3	714,8	537,6	561,7
Résultat Financier	-60,8	-64,5	-68,0	-61,0
RN part du Groupe	300,5	453,8	306,6	327,8

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	4 420,2	4 635,9	4 763,4	4 813,5
dont GW	1 642,4	1 707,8	1 707,8	1 707,8
BFR	452,9	766,0	751,0	775,4
Fonds Propres totaux	2 734,8	3 290,7	3 461,7	3 691,6
Endettement Financier net	1 523,9	1 508,9	1 450,4	1 294,9

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	574,4	681,8	534,6	563,2
CAPEX	-274,0	-284,0	-355,5	-285,5
CAF / CAPEX	-2,1	-2,4	-1,5	-2,0
Variation de BFR	367,5	-313,1	15,0	-24,4
Pay-Out	39,4%	29,9%	31,9%	31,8%
FCF opérationnel	667,9	84,7	194,1	253,4

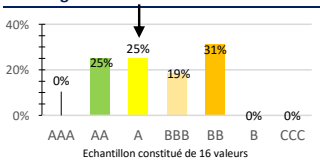
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	55,7%	45,9%	41,9%	35,1%
DN/EBITDA	1,7x	1,4x	1,7x	1,5x
GW/FP	60,1%	51,9%	49,3%	46,3%
M/EBIT	8,7%	10,1%	7,5%	7,3%
Marge nette	4,3%	5,6%	3,9%	4,0%
ROE	11,0%	13,8%	8,9%	8,9%
ROCE	10,3%	13,2%	9,7%	10,1%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	5,43	8,20	5,54	5,92
Dividende net	2,14	2,45	1,77	1,89
CAF / action	10,38	12,32	9,66	10,18
Actif net par action	47,28	57,02	60,79	64,82

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	120,6 €	141,1 €	83,3 €	83,3 €
PER	22,2x	17,2x	15,0x	14,1x
P / CAF	11,6x	11,5x	8,6x	8,2x
Rdt du FCF opérationnel	8,1%	0,9%	3,2%	4,3%
P / AN	2,5x	2,5x	1,4x	1,3x
VE / CA	1,2x	1,2x	0,8x	0,7x
VE/ EBITDA	9,3x	9,0x	7,2x	6,9x
VE/ EBIT	13,5x	11,5x	10,3x	9,9x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating SEB

A
Score :6,2

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
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%)	★★★★½
	Comportement ethic (6)	★★★

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

TELEPERFORMANCE

Secteur : Service aux entreprises

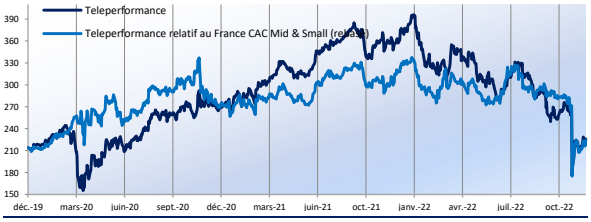
Cours au 07/12/2022 **226,0 €**

Objectif **314,5€ (+39,2%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	TEP-PAR / FR0000121709
Capitalisation	13 361 M€
Flottant	87,8%
Extrêmes 12 m (€)	176,0€ / 396,0€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-12,6%	-21,5%	-39,8%
Perf. relative CAC Mid&Small	-15,9%	-24,5%	-26,9%



Résultats et enjeux

Le S1 est bon. Le CA ressort à 3946M€ (+15%/ +5,5%pcc / +12,9% hors contrats Covid), l'EBITA courant à 566M€, soit une marge de 14,3% (+30 pb) avec, par activité : 1/ un bon niveau de marge du «core service» (MOP à 11.7% -50pb) malgré le recul de contribution des contrats covid, 2/ une hausse des «Services Spécialisés» (MOP à 31.5%, +210pb), portée par le redressement de TLS et l'intégration de Health Advocate's et Senture.

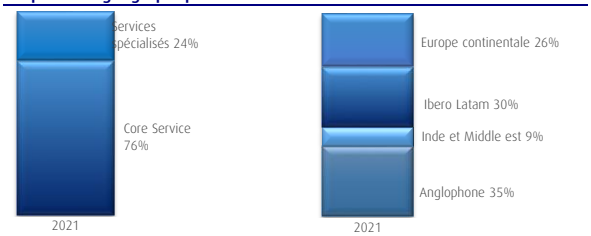
Après un bon T3 (CA à 2 056 M€, +17.2%/ +7%pcc/ +13.8% retraité des contrats COVID), et rachat pour 300M$ de la société PSG Global Solutions, leader aux USA de l'externalisation des processus de recrutement (CA : 75M$, M/Ebitda autour de 30%), le groupe relève ses objectifs soit : 1/ une croissance organique du CA hors contrats Covid>12% (vs >10%), 2/ une marge d'EBITDA > 21%, 3/une marge d'EBITA à 15.5% (+40 pb vs +30pb).

Si les performances financières sont excellentes, on ne peut ignorer les récentes controverses sur la gestion de la politique RH : i/Controverse du 4/08/22 sur les activités de modération de contenus du groupe aux USA (des employés auraient été exposés à des images à caractère pédopornographique), ii/ Controverse du 9/11/22 rapportant que le Ministère du Travail colombien avait ouvert une enquête sur les conditions de travail des salariés en Colombie. Téléperformance construit progressivement sa réponse (visites de sites, audits interne/externe des activités de modération de contenus et des pratiques de gestion RH, discussions avec le management, ...) et décide sous la pression des investisseurs « d'arrêter le segment le plus offensant de la modération de contenus » et de signer un accord mondial avec le syndicat Uni Global Union : ces éléments sont positifs.

Pour autant la succession des controverses ESG est globalement une mauvaise nouvelle : 1/ pour un groupe attaqué sur son cœur de métier, la gestion des ressources humaines, 2/ n'ayant pu se prévaloir à ce stade d'une communication transparente et argumentée sur les aspects ESG alors que les exigences se renforcent.

Nous retirons son statut de Valeurs Essentielle au titre. Rester à l'écart pour les investisseurs ESG : le risque de nouveaux conflits existe même si le risque de controverse diminue. Pour les autres, la baisse du titre peut être une opportunité avec un profil plus spéculatif.

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 480k collaborateurs, 88 pays, 265 langues et plus de 170 marchés adressés dans une démarche d'excellence : Simpler, Faster, Safer avec pour enjeux de répondre aux besoins de flexibilité, d'efficacité et de sécurité de ses clients.

Récemment interpellé sur ses activités de "modérateur de contenus", le groupe a vu sa notation ESG dégradée (nov 22) avec une Controverse Sévère (Volet Social) vs Mineure. Retrait de son statut de valeur "Essentielle".

Compte de Résultat (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	5 732,0	7 116,0	8 209,1	8 953,5
EBITDA	1 128,0	1 475,0	1 709,8	1 875,1
EBITA	735,0	1 068,0	1 257,8	1 400,6
Résultat Financier	-88,0	-94,0	-84,0	-80,0
RN	324,0	558,0	716,0	826,4
RN pdg ajusté	452,9	701,3	821,7	924,4

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	4 344,0	5 534,0	4 955,0	5 011,7
dont GW	2 106,0	2 892,0	2 887,0	2 887,0
BFR	1 382,0	1 613,0	1 860,8	2 029,5
Fonds Propres totaux	2 409,0	3 157,0	3 685,2	4 261,0
Endettement Financier net	2 274,0	2 656,0	2 398,7	1 801,9
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	1 069,7	1 194,9
CAPEX	-258,0	-229,0	-300,0	-327,2
CAF / CAPEX	3,8	5,3	3,6	3,7
Variation de BFR	-13,0	-16,1	-18,6	-20,3
Pay-Out	0,0%	0,0%	35,0%	35,0%
FCF opérationnel	704,0	970,9	751,0	847,4

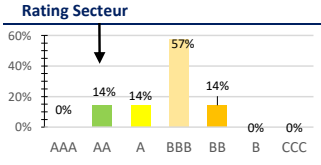
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	94,4%	84,1%	65,1%	42,3%
DN/EBITDA	2,0x	1,8x	1,4x	1,0x
GW/FP	87,4%	91,6%	78,3%	67,8%
M/EBIT	12,8%	15,0%	15,3%	15,6%
Marge nette	7,9%	9,9%	10,0%	10,3%
ROE	18,8%	22,2%	22,3%	21,7%
ROCE	12,8%	14,9%	18,5%	19,9%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	7,70	11,92	13,97	15,71
Dividende net	2,40	3,30	4,27	4,93
CAF / action	16,57	20,67	18,18	20,31
Actif net par action	41,03	53,76	62,76	72,57

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	237,5 €	334,3 €	226,0 €	226,0 €
PER	30,8x	28,0x	16,2x	14,4x
P / CAF	14,3x	16,2x	12,4x	11,1x
Rdt du FCF opérationnel	4,3%	4,3%	4,7%	5,6%
P / AN	5,8x	6,2x	3,6x	3,1x
VE / CA	2,9x	3,2x	1,9x	1,7x
VE/ EBITDA	14,6x	15,3x	9,3x	8,1x
VE/ EBIT	22,4x	21,2x	12,6x	10,9x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Teleperformance

AA
Score :7,8

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	21,4TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (6,9)	★★★½
S	43,8% de femmes au Comex	★★★★½
	Développement du capital humain (2,7)	★★½
G	Indépendance du CdAdm (68,8%)	★★★★★
	Comportement ethic (7,4)	★★★½

Controverse

Orange

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

THERMADOR

Secteur : Biens d'équipement

PEA - PME

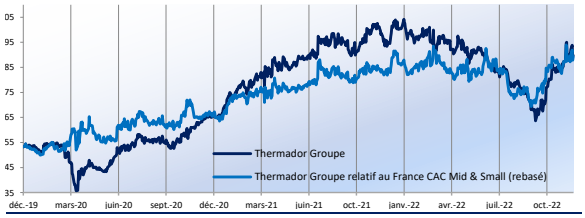
Cours au 07/12/2022 **89,8 €**

Objectif **87,8€ (-2,2%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	THEP-PAR / FR0013333432
Capitalisation	826 M€
Flottant	48,5%
Extrêmes 12 m (€)	63,6€ / 104,2€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+6,7%	+23,0%	-6,3%
Perf. relative CAC Mid&Small	+3,3%	+20,1%	+6,6%



Résultats et enjeux

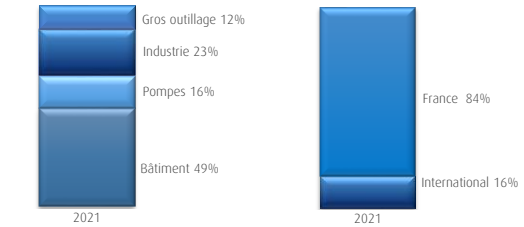
Les résultats du S1 sont bons, traduisant la capacité du groupe à bien maitriser ses charges et répercuter les hausses de prix. Le CA ressort à 287.6 M€, +9.4%, dont une hausse des prix historique de +11.4% qui a permis de répercuter l'essentiel des hausses de coûts, hors division Grand Public qui s'est heurtée à de fortes résistances. Le ROC progresse de +5.6% à 41.3 M€ pour une MOC en baisse de -50pb à 14.4%. Par pôle, la performance est remarquable en Négoce Pro (80% du CA) dont l'activité progresse de 13.5% (+2% hors inflation) et la MOC de +90pb à 18.3%, portée par la forte demande sur la rénovation énergétique et la surperformance des filiales historiques du groupe. La situation est plus délicate en Grand Public, doublement pénalisé par la baisse des volumes d'activité et sa forte sensibilité aux achats en dollar. Le CA recule de -5%, la MOC à 1.1% vs 6.6% avec une légère perte chez Dipra-Rousseau.

A fin juin (point bas de la trésorerie), la structure financière reste solide malgré la hausse des stocks, l'objectif étant de revenir à 190 jours d'achats consommés à fin décembre (vs 200j au 30/09) et un BFR de l'ordre de 35% du CA.

Après un très bon T3 (+14.1%), dopé par les hausses de prix (+11%) et la ventes des gammes liées à la rénovation énergétique, le groupe maintient l'idée d'un ralentissement de l'activité au T4 et plus sûrement en 2023 : i/ baisse du marché professionnel en volume : baisse du logement neuf (10% du CA), fort effet base chez Thermador dans la rénovation énergétique, ralentissement de la demande sur le marché du sanitaire-chauffage, ii/ baisse du marché du grand public (sauf effets d'aubaine sur certains produits comme les groupes électrogènes), iii/ effets prix qui vont se réduire en 2023. L'intégration de DPI Plastube (CA 60M€, MOP 6%), société acquise en novembre 2022 et spécialiste des canalisations plastiques à destination du marché des travaux publics va permettre d'amortir le choc, mais au prix d'une légère dilution de la MOP.

2022 et 2023 vont donc se présenter comme 2 années de stabilité des résultats et probablement du dividende, après 2 exercices 2020 et 2021 très exceptionnels, portés par la période de confinement/covid. Le momentum va se durcir à CT. Le titre est à son prix, conserver.

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	522,1	572,1
EBITDA	57,9	80,3	81,2	77,7
EBIT	51,4	73,2	73,7	69,5
Résultat Financier	-0,4	-0,2	0,0	0,0
RN part du Groupe	36,2	52,9	54,5	52,1

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	134,4	142,1	146,0	149,3
dont GW	56,3	56,3	56,3	56,3
BFR	117,5	149,9	182,7	200,2
Fonds Propres totaux	241,6	278,8	315,0	348,7
Endettement Financier net	1,9	0,0	36,8	23,9

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	42,8	60,3	60,6	58,8
CAPEX	10,6	12,2	10,0	10,0
CAF / CAPEX	4,0	4,9	6,1	5,9
Variation de BFR	1,2	32,4	32,9	17,5
Pay-Out	46%	35%	34%	35%
FCF opérationnel	31,0	15,6	17,8	31,3

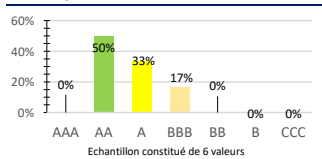
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	1%	0%	12%	7%
DN/EBITDA	0,0x	0,0x	0,5x	0,3x
GW/FP	23,3%	20,2%	17,9%	16,2%
M/EBIT	13,0%	15,0%	14,1%	12,1%
Marge nette	9,1%	10,9%	10,4%	9,1%
ROE	15,0%	19,0%	17,3%	14,9%
ROCE	20,4%	25,1%	22,4%	19,9%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA retraité	3,93	5,75	5,93	5,66
Dividende net	1,82	2,00	2,00	2,00
CAF / action	4,65	6,55	6,59	6,39
Actif net par action	26,26	30,30	34,23	37,89

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier*	53,5 €	88,8 €	89,8 €	89,8 €
PER	13,6x	15,4x	15,1x	15,9x
P / CAF	11,5x	13,6x	13,6x	14,1x
Rdt du FCF opérationnel	6,3%	1,9%	2,1%	3,7%
P / AN	2,0x	2,9x	2,6x	2,4x
VE / CA	1,2x	1,7x	1,7x	1,5x
VE/ EBITDA	8,5x	10,2x	10,6x	10,9x
VE/ EBIT	9,6x	11,2x	11,7x	12,2x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Thermador : société non notée par MSCI

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

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

TRIGANO

Secteur : Loisirs - Hôtels

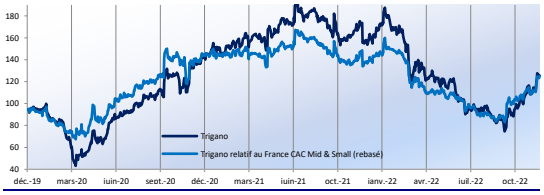
Cours au 07/12/2022 **125,7 €**

Objectif **148,4€ (+18,1%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	TRI-PAR / FR0005691656
Capitalisation	2 431 M€
Flottant	42,2%
Extrêmes 12 m (€)	74,7€ / 187,5€

Performance (%)	1m	3m	12m
Performance absolue	+16,3%	+51,4%	-21,7%
Performance relative	+12,9%	+48,4%	-8,8%



Résultats et enjeux

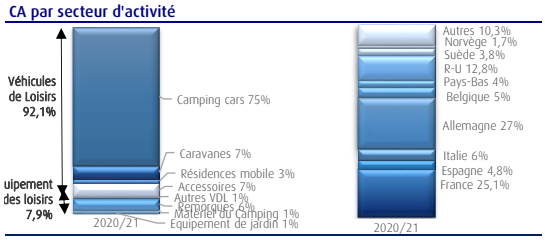
Si l'engouement des consommateurs pour les campings cars est très fort depuis la fin du 1er confinement en 2020 (+21% selon l'ECF entre mars 2020 et mars 2021), Trigano a pâti en 2022 des conséquences du Covid sur la chaîne d'approvisionnement des châssis de Fiat, l'un de ses fournisseurs. Sa production ainsi bridée, il a dû revoir en baisse ses prévisions de production en cours d'exercice avec pour sanction, un recul de 60% du cours vs son plus haut de début d'année.

Pour autant, les publications 2021/22 (clôture à fin août) sont ressorties solides et remarquables avec : 1/ un CA de 3,18Md€ (+8,3% ; -0,1%pcc), 2/ un ROC de 343M€ (-4,7%) soit une MOC de 11,2% pc (vs 12,2% l'année dernière, la plus forte marge de son histoire) pénalisée par l'inflation (transport, salaires), la reprise des coûts liées aux salons, les difficultés sur la chaîne de production et les investissements pour accroître les capacités de production, mais compensée partiellement par les hausses tarifaires.

Les perspectives pour la saison 2022/23 et au-delà sont prometteuses avec un retour très progressif à la normal sur le front des livraisons de châssis qui alimente la confiance du groupe sur sa croissance, tant en volumes (livraison des portefeuilles de commandes de 2021/22) qu'en prix (+7% en moyenne attendu sur 2023). Pour répondre à la demande, confirmée par la fréquentation des derniers salons, Trigano, en sous capacité, augmente ses CAPEX, autour de 50/65M€/an sur les prochains exercices (vs 40/50M€ historiquement).

Au-delà de 2023, 2 éléments soutiendront le marché : 1/ la « Van-life », nouvelle tendance portée par les jeunes consommateurs dont la dynamique devrait accélérer avec une part de marché qui pourrait représenter 50% (vs 39% actuellement) des immatriculations de véhicules neufs pour le secteur français des camping-cars ces prochaines années. Le Van « Panama » répond à cette demande pour laquelle Trigano a x/4 les capacités de son site en Espagne, 2/ l'intégration des technologies électriques et hydrogène en même temps que l'évolution de la réglementation qui devrait profiter davantage aux constructeurs qu'au marché de l'occasion. Au plan boursier, malgré la remontée récente du titre récente, le titre présente encore du potentiel.

CA par secteur d'activité



Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Activité

Trigano est un acteur européen du loisir, entièrement intégré, ayant pour activité principale la conception, la fabrication et la commercialisation (à travers ses 47 points de ventes en France) de Véhicules de Loisirs (92% du CA groupe) : caravanes, campings cars, résidences mobiles, commercialisés sous plus de 25 marques dont Chausson, Challenger, Autostar, Notin pour les plus connues. Le solde (8%) regroupe les activités historiques du groupe (matériel de camping, tentes), les remorques et les équipements de jardin.

Le groupe est aujourd'hui leader européen du Véhicule de Loisirs (VDL).

Avec le rachat en 2021 de 3 groupes de réseaux de distribution de VDL, Trigano est également devenu un acteur intégré de la distribution de VDL en France,

Compte de Résultat (M€)	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e
Chiffre d'Affaires	2 933,8	3 177,4	3 494,7	3 634,5
EBITDA	397,2	404,9	436,8	457,9
EBIT	358,2	342,9	370,4	388,9
Résultat Financier	-80,5	16,7	-1,7	-3,1
RN	223,2	278,7	286,1	299,1
RN part du groupe	223,0	278,6	286,0	298,0

Bilan (M€)	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e
Total actif immobilisé	733,4	913,7	917,1	920,7
dont GW	279,4	344,9	344,9	344,9
BFR	173,5	398,6	431,6	449,7
Fonds Propres totaux	1 177,3	1 341,1	1 481,8	1 685,5
Endettement Financier net	-348,3	-125,7	-276,0	-466,3

Financement (M€)	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e
CAF	322,0	325,0	350,6	367,4
CAPEX	-40,4	-73,7	-69,9	-72,7
CAF / CAPEX	-8,0	-4,4	-5,0	-5,1
Variation de BFR	41,1	-148,6	33,0	18,1
Pay-Out	60%	48%	47%	45%
FCF Opérationnel	321,3	547,3	387,4	422,0

Ratios de structure	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e
Gearing	-30%	-9%	-19%	-28%
DN/EBITDA	-0,9x	-0,3x	-0,6x	-1,0x
GW/FP	23,7%	25,7%	23,3%	20,5%
Marge d'EBITA	12,2%	10,8%	10,6%	10,7%
Marge nette	7,6%	8,8%	8,2%	8,2%
ROE	18,9%	20,8%	19,3%	17,7%
ROCE	39,5%	26,1%	27,5%	28,4%

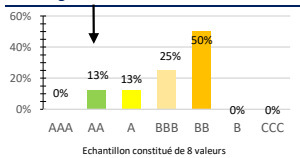
Données par action (€)	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e
BPA	6,45	8,06	8,05	8,38
Dividende net	3,90	3,90	3,90	3,90
CAF / action	9,32	9,41	9,86	10,33
Actif net par action	34,08	38,82	42,89	48,79

Ratios boursiers	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e
Cours moyen ou dernier	151,9 €	138,9 €	125,7 €	125,7 €
PER	23,5x	17,2x	15,6x	15,0x
P / CAF	16,3x	14,8x	12,7x	12,2x
Rdt du FCF opérationnel	6,5%	2,2%	7,6%	7,9%
P / AN	4,5x	3,6x	2,9x	2,6x
VE / CA	1,7x	1,5x	1,2x	1,1x
VE/ EBITDA	12,5x	11,7x	9,5x	8,6x
VE/ EBITA	13,9x	13,9x	11,2x	10,2x

Source : Financière d'Uzès

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Trigano

A
Score :5,9
en baisse vs préc.

	Critères FU	Notes
E	25,4TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	#N/A	#N/A
S	33,3% de femmes au Comex	★★★½
	Développement du capital humain (1,4)	★½
G	Indépendance du CdAdm (66,7%)	★★★★★
	Comportement ethic (5,2)	★★½

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

UBISOFT

Secteur : Jeux Vidéo

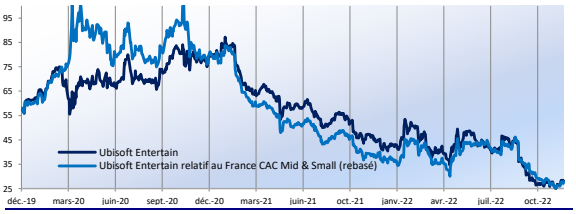
Cours au 07/12/2022 **28,1 €**

Objectif **40,6€ (+44,2%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	UBI-PAR / FR0000054470
Capitalisation	3 532 M€
Flottant	79,7%
Extrêmes 12 m (€)	25,0€ / 53,4€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+1,7%	-21,8%	-33,4%
Perf. relative CAC Mid&Small	-1,7%	-24,8%	-20,5%



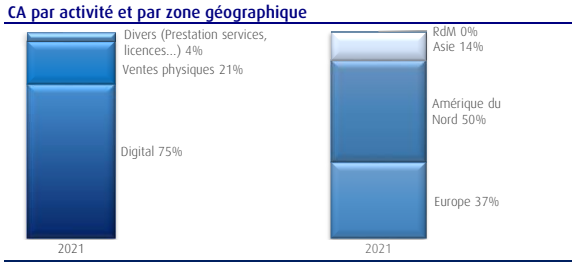
Résultats et enjeux

Ubisoft enregistre une très forte perte sur ce S1 (Ebit non-IFRS à -139M€), pénalisé par l'amortissement accéléré de la R&D, y compris pour les développements de 4 jeux annulés dans le cadre de son programme d'optimisation des coûts lancé en juillet dernier. Le Net Booking en revanche, notion proche du CA, surperforme de +24% la guidance, à 699M€ (-3%), reflétant des revenus plus importants que prévu du back-catalogue (principalement les licences Assassin's creed et Rainbow six) ainsi que la comptabilisation des 1ers revenus issus de son partenariat de licensing sur mobile sur l'une de ses principales marques.

Cette déception du 1S n'entache pour autant pas la confiance du management sur sa capacité à réaliser ses objectifs annuels (Net Booking en croissance >+10% et Ebit non-IFRS quasi stable à 400M€). Ceux-ci sous-tendent une très forte contribution du S2 avec : 1/ un CA >+16,5% à la faveur du lancement principalement de 2 jeux (Mario+Lapins Crétins, Just Dance 2023) mais aussi de l'accélération de la reconnaissance du partenariat de licensing sur mobile et d'un effet de change bénéfique. Une faible contribution viendra se rajouter en fin d'exercice, avec la sortie du jeu très attendu Skull & Bones (mars) et les 1ères initiatives Free-to-Play. 2/ un EBITA de 540M€ grâce aux volumes d'activité et au programme d'optimisation des coûts (stabilisation des effectifs, réduction des coûts de structure...).

Sur le plan boursier, le titre se traite sur ses plus bas de 2016 après des déceptions liées aux nombreux reports de lancements de jeux depuis le Covid et, tout récemment, après avoir été dépossédé d'une opportunité d'OPA depuis la prise de position de Tencent dans le groupe, à un niveau valorisant l'action à 80€. Pour autant, le news flow sur l'activité devrait être riche les prochains mois, au gré des nombreux lancements de jeux premiums à venir et de la montée en puissance du Free-to-Play, devant contribuer à un momentum sur le 3 prochains exercices très favorable. Par ailleurs, la vision LT reste ambitieuse, avec la volonté de créer une marque forte et des licences populaires (Assassins's Creed, Far Cry et Tom Clancy's Rainbow six) touchant une audience beaucoup plus large. Ces dernières devraient générer à elles seules 2Md$ de CA d'ici 5 ans. C'est aussi dans cette logique que le groupe a dévoilé récemment un partenariat avec Netflix pour proposer prochainement 3 nouveaux jeux exclusivement disponible sur la plateforme.

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	2 352,0	2 704,2
EBITDA	1 058,5	1 022,5	1 031,5	1 179,0
EBITA non-IFRS	473,3	407,6	385,1	452,1
Résultat Financier	-51,6	-48,4	-34,6	-38,0
RN	105,2	79,5	129,2	196,0
RN part du groupe	105,2	79,5	129,2	196,0

Bilan (M€)	2019-20	2020-21	2021-22e	2022-23e
Total actif immobilisé	2 345,0	2 756,5	3 028,2	3 369,2
dont GW	220,7	132,1	132,1	132,1
BFR	70,7	-155,6	33,9	12,9
Fonds Propres totaux	1 665,0	1 809,1	1 938,3	2 134,3
Endettement Financier net	227,3	617,7	654,0	740,4

Financement (M€)	2019-20	2020-21	2021-22e	2022-23e
CAF	926,6	906,9	919,9	1 047,6
CAPEX	-850,0	-946,5	-965,1	-1 122,0
CAF / CAPEX	-1,1	-1,0	-1,0	-0,9
Variation de BFR	70,7	-155,6	33,9	12,9
Pay-Out	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Opérationnel	147,3	-195,2	-11,3	-61,4

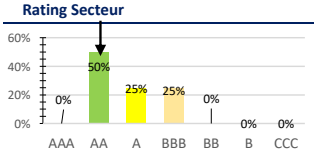
Ratios de structure	2019-20	2020-21	2021-22e	2022-23e
Gearing	13,7%	34,1%	33,7%	34,7%
DN/EBITDA	0,2x	0,6x	0,6x	0,6x
GW/FP	13,3%	7,3%	6,8%	6,2%
Marge d'EBITA	21%	19%	16,4%	16,7%
Marge nette	5%	4%	5,5%	7,2%
ROE	6%	4%	6,7%	9,2%
ROCE	20%	16%	12,6%	13,4%

Données par action (€)	2019-20	2020-21	2021-22e	2022-23e
BPA	0,83	0,63	1,0	1,6
Dividende net	0,00	0,00	0,0	0,0
CAF / action	7,34	7,18	7,3	8,3
Actif net par action	13,52	14,69	15,7	17,3

Ratios boursiers	2019-20	2020-21	2021-22e	2022-23e
Cours moyen ou dernier	73,6 €	51,5 €	28,1 €	28,1 €
PER	88,3x	81,8x	27,5x	18,1x
P / CAF	10,0x	7,2x	3,9x	3,4x
Rdt du FCF opérationnel	1,6%	-2,8%	-0,3%	-1,5%
P / AN	5,4x	3,5x	1,8x	1,6x
VE / CA	4,2x	3,3x	1,9x	1,7x
VE/ EBITDA	8,8x	6,8x	4,0x	3,6x
VE/ EBITA	23,3x	19,9x	12,2x	10,6x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Ubisoft

AA
Score :6,3

en hausse vs préc.

	Critères FU	Notes
E	15,5TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (6)	★★★
S	38,5% de femmes au Comex	★★★★
	Développement du capital humain (3,7)	★★★½
G	Indépendance du CdAdm (61,5%)	★★★★★
	Comportement ethic (5)	★★½

Controverse

Yellow

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

VALEO

Secteur : Equipementiers Automobiles

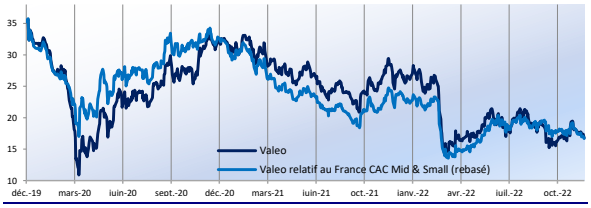
Cours au 07/12/2022 **16,8 €**

Objectif **22,6€ (+34,5%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	FR-PAR / FR0013176526
Capitalisation	4 090 M€
Flottant	71,3%
Extrêmes 12 m (€)	14,0€ / 28,3€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-4,9%	-10,2%	-38,5%
Perf. relative CAC Mid&Small	-8,3%	-13,1%	-25,6%



Résultats et enjeux

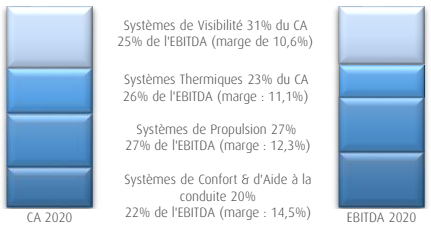
Le 1S, marqué par la poursuite des perturbations (inflation, pénuries de semi-conducteurs, guerre en Ukraine et confinements en Chine au 2T) qui ont affecté la production automobile (-14,6% vs 1S 2019), affiche des résultats robustes et conforme au plan de marche Move Up 2025 : 1/ CA 1S à 9,4Md€ (+5%, +2%pcc dans un marché en baisse) dont +1%pcc pour l'OEM (+3pts de surperformance portée par l'accélération de l'électrification (+5pts) et l'ADAS (+7pts)) et +11%pcc pour l'après-vente, 2/ EBITA à 258M€ soit MOP de 2,7% (-1,9pts) pénalisée par l'inflation et la hausse de la R&D, 3/ RN de -48M€ dont -82M€ lié à la JV et -32M€ de dépréciation d'actifs en Russie, 4/ FCF meilleur qu'attendu à 179M€ (+23%) grâce à une bonne maîtrise des Capex et malgré la constitution de stocks pour sécuriser les livraisons aux clients. La DN ressort à 3,3Md€ (1,48x l'EBITDA) vs 3,1Md€ fin 2021.

Le 3T, porté par la hausse de la production automobile (+24%), s'élève à 5,3M€ (+33%, +19%pcc dont +24%pcc pour l'OEM). Il intègre depuis le 1/07 l'activité Haute tension, ex JV VSe, pour 321M€.

Les guidances sur 2022 sont confirmées, basées sur une hypothèse prudente de production automobile (79,9 de véhicules soit -1,1% < aux estimations de S&P GMobility et -9,2% < à 2019) : 1/ CA entre 19,2/20M€ qui induit une accélération de la croissance sur le 2S, en organique (nombreux nouveaux lancements) et en externe (~600M€ lié à l'activité haute Tensions), 2/ EBITDA entre 11,8%/12,3% et ROC entre 3,2/3,7% qui induisent une très forte amélioration séquentielle de la marge malgré l'intégration de la JV en perte, 3/ FCF à ~320M€.

Si la guidance 2022 ne semble pas à risque, avec un 4T robuste et en ligne avec la tendance du 3T, la visibilité sur 2023 reste faible, en lien avec le contexte économique en Europe, pour une valorisation relativement peu attractive par rapport à POM. Nous sommes néanmoins à plus long terme serein sur la capacité du groupe à réaliser ses engagements pour 2025 : CA d'~27,5Md€ (TMVA de +12,3%) pour une surperformance >5pts, EBITDA de 14,5%, EBITA de 6,5%, FCF entre 0,8/1Md€ et DN/EBITDA < 0,7x.

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	19 890,4	22 027,9
EBITDA	1 505,0	2 308,0	2 346,5	2 697,8
EBITA	-650,0	456,0	634,9	792,4
Résultat Financier	-81,0	36,0	-26,6	-26,9
RN	-1 070,0	245,0	394,5	506,6
RN part du groupe	-1 089,0	175,0	313,9	417,2

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	10 980,0	11 288,0	11 489,6	11 557,7
dont GW	2 512,0	2 552,0	2 552,0	2 552,0
BFR	-1 523,0	-1 299,0	-1 252,2	-1 188,5
Fonds Propres totaux	3 982,0	4 491,0	4 801,1	5 235,2
Endettement Financier net	2 944,0	3 104,0	3 269,6	3 117,2

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	1 356,9	2 080,8	2 120,5	2 296,1
CAPEX	-1 329,0	-1 329,0	-1 790,1	-1 850,3
CAF / CAPEX	-1,0	-1,6	-1,2	-1,2
Variation de BFR	266,0	-460,0	-46,8	-63,7
Pay-Out	-7%	48%	23%	23%
FCF Opérationnel	293,9	291,8	283,5	382,1

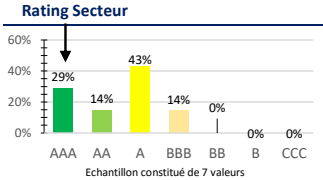
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
Gearing	74%	69%	68%	60%
DN/EBITDA	2,0x	1,3x	1,4x	1,2x
GW/FP	0,6	0,6	0,5	0,5
Marge d'EBITA	-4,0%	2,6%	3,2%	3,6%
Marge nette	-6,5%	1,4%	2,0%	2,3%
ROE	-26,9%	5,5%	8,2%	9,7%
ROCE	-8,7%	5,5%	7,3%	8,6%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	-3,3	0,7	1,1	1,6
Dividende net	0,3	0,4	0,3	0,4
CAF / action	5,6	8,6	8,7	9,5
Actif net par action	13,4	15,3	16,3	17,7

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	24,9 €	27,0 €	16,8 €	16,8 €
PER	-7,5x	36,5x	14,6x	10,5x
P / CAF	4,4x	3,1x	1,9x	1,8x
Rdt du FCF opérationnel	2,8%	2,1%	2,8%	3,9%
P / AN	1,9x	1,8x	1,0x	0,9x
VE / CA	0,6x	0,8x	0,5x	0,4x
VE/ EBITDA	7,0x	6,0x	4,3x	3,6x
VE/ EBITA	-16,3x	30,3x	16,0x	12,3x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Valeo

AAA
Score :9

Stable vs préc.

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

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Vincent COURTOIS - Analyste Buy-Side

Source : FU

VETOQUINOL

Secteur : Santé

PEA - PME

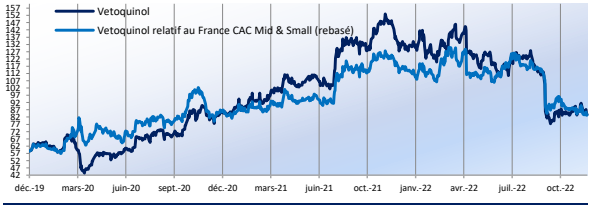
Cours au 07/12/2022 **83,9 €**

Objectif **87,8€ (+4,6%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	VETO-PAR / FR0004186856
Capitalisation	997 M€
Flottant	32,6%
Extrêmes 12 m (€)	77,4€ / 146,0€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-2,2%	-24,3%	-36,9%
Perf. relative CAC Mid&Small	-5,6%	-27,2%	-24,0%



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

Résultats et enjeux

Au semestre, les chiffres sont plutôt décevants sur un marché de la santé animale en ralentissement après une période Covid exceptionnelle. Les dépenses de soins aux animaux de compagnie ne sont plus prioritaires sur un marché par ailleurs marqué par une augmentation des abandons et une baisse des adoptions. Le CA ressort à 271 M€ (+6%, +2% pcc), tiré par la gamme Essentiels (+9,8%, dont +6,8% pcc) et 3 lancements majeurs, Felpreva (antiparasitaire), Imoxi (antiparasitaire) et Phovia (produit de dermatologie). En revanche la rentabilité se tasse après une hausse de la masse salariale et des Opex post covid. L'EBITDA recule de -7,7% à 62,3 M€, le ROC de -9,5% à 51,5 M€, le RN de -41% à 21,4 M€ après impairment sur la filiale brésilienne.

A horizon 18 mois, le groupe se veut prudent en évoquant le manque de visibilité, un ralentissement de ses marchés (par ailleurs confirmé au T3/CA -4.5%pcc), des effets d'inflation encore compensés par des hausses de tarifs (+2%) en 2022 mais qui vont s'aggraver en 2023 (matières premières, énergie, salaires et moindre pricing power). Un tassement des marges est à anticiper, jusqu'à -300pb et 20% de M/Ebitda en 2023 par rapport au niveau record de 2021 (23%).

A MT en revanche, le groupe reste confiant dans sa capacité à accélérer son développement avec un nouveau plan stratégique à 5 ans, « Ambition2026 », et pour enjeux : i/ le développement de marques internationales avec une concentration de son offre : espèces (chiens, chats, bovins), marchés et classes thérapeutiques, ii/ un renforcement de l'approche clients (décentralisation de la décision et concentration sur 4 segments stratégiques : les antiparasitaires, la mobilité, la dermatologie, les vaches laitières), iii/ au plan financier : une croissance organique > à son marché, soit entre +4% et +6%/an pour une marge d'EBITDA cible autour des 20%.

A CT le momentum est peu porteur, avec une phase de transition pour les 12/18 prochains mois. Le titre est à son prix.

Compte de Résultat (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	427,5	521,4	545,1	564,1
EBITDA	83,5	120,6	110,4	109,1
EBIT	65,3	99,4	87,7	85,7
Résultat Financier	-1,5	0,2	0,0	0,0
RN part du Groupe	19,2	61,2	53,0	51,5

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	338,9	349,4	346,2	349,3
dont GW	79,9	83,5	83,5	83,5
BFR	55,0	57,0	89,6	92,7
Fonds Propres totaux	371,8	441,4	484,8	528,3
Endettement Financier net	-4,6	-53,6	-67,7	-105,0

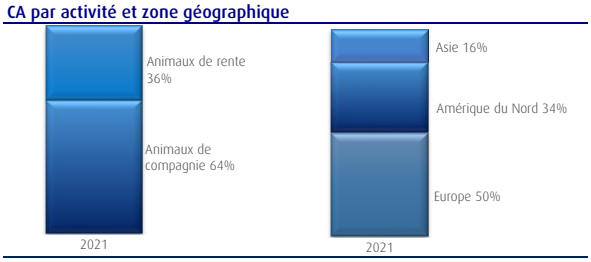
Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	36,0	81,0	74,2	73,4
CAPEX	10,2	13,8	18,0	25,0
CAF / CAPEX	3,5	5,9	4,1	2,9
Variation de BFR	-33,3	2,0	32,6	3,1
Pay-Out	31%	15%	15%	15%
FCF opérationnel	59,1	65,2	23,5	45,3

Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	-1%	-12%	-14%	-20%
DN/EBITDA	-0,1x	-0,4x	-0,6x	-1,0x
GW/FP	21,5%	18,9%	17,2%	15,8%
M/EBIT	15,3%	19,1%	16,1%	15,2%
Marge nette	4,5%	11,7%	9,7%	9,1%
ROE	5,2%	13,9%	10,9%	9,7%
ROCE	16,6%	24,5%	20,1%	19,4%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA retraité	1,62	5,15	4,46	4,33
Dividende net	0,50	0,80	0,67	0,66
CAF / action	3,03	6,82	6,24	6,18
Actif net par action	31,29	37,15	40,80	44,46

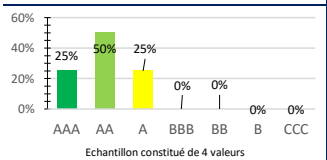
Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	67,3 €	115,2 €	83,9 €	83,9 €
PER	41,6x	22,4x	18,8x	19,4x
P / CAF	22,2x	16,9x	13,4x	13,6x
Rdt du FCF opérationnel	7,4%	5,0%	2,5%	5,1%
P / AN	2,2x	3,1x	2,1x	1,9x
VE / CA	1,9x	2,5x	1,7x	1,6x
VE/ EBITDA	9,5x	10,9x	8,4x	8,2x
VE/ EBIT	12,2x	13,2x	10,6x	10,4x

CA par activité et zone géographique



Analyse ESG

Rating Secteur



Echantillon constitué de 4 valeurs

Rating Vétoquinol : société non notée par MSCI

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

Notation RSE 2020 dans l'indice GAIA : 76/100

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

VILMORIN

Secteur : Alimentation, boissons

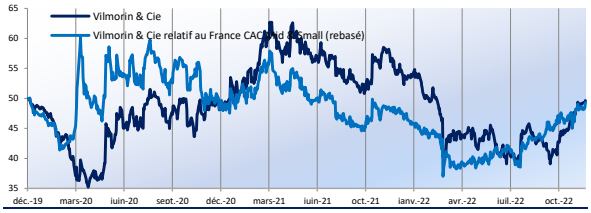
Cours au 07/12/2022 **49,7 €**

Objectif **64,0€ (+28,9%)**

Données boursières

MNEMO / ISIN	RIN-PAR / FR0000052516
Capitalisation	1 138 M€
Flottant	24,1%
Extrêmes 12 m (€)	39,1€ / 54,8€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+7,5%	+15,3%	-10,9%
Perf. relative CAC Mid&Small	+4,1%	+12,4%	+2,0%



Résultats et enjeux

Malgré le conflit en Ukraine (8.5% CA), le groupe affiche de solides performances annuelles : 1/ un CA > guidances, à +6.2%pcc (vs +5% attendu), 2/un ROC en ligne à 136.5 M€ (+2.8%), soit une MOP de 8.6% (-30pb, vs 8.5% attendu). Les mises en équivalence sont la grande déception de l'année à 17.9 M€, avec une forte baisse de contribution d'Agreliant aux USA, pénalisé par des arbitrages de surfaces au profit du soja et une baisse de contribution de SeedCo (impact d'hyperinflation au Zimbabwe).

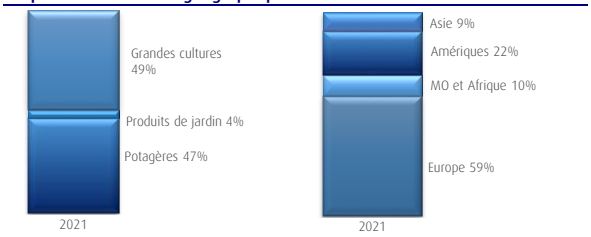
Par division : 1/les Grandes Cultures (51.5% du CA) signent une année remarquable avec une hausse du CA de +12.6% (vs >+6%) et une MOP en forte progression, à 5.3% (+90pb), 2/ la situation est plus mitigée en Potagères (45% du CA) dont la MOP recule à 14.9% (-90pb), pénalisée par un mix produit moins favorable et un marché peu porteur en Europe (conflit en Ukraine). La dette financière ressort à 901M€ (DN/FP à 61%), en légère amélioration par rapport à l'année précédente.

Surtout, le groupe rassure avec un bon début d'exercice (CA T1 : +28.5% dont +23.7%pcc) et de solides perspectives pour 2022/23 : 1/ une croissance de +6/8%pcc, 2/ une MOC d'au moins 8%, niveau conservateur mais en lien avec la forte dynamique des Grandes Cultures, 3/ des SME au moins équivalents à 2021/22. Le message se veut rassurant sur la zone Russie/Ukraine (8% du CA), avec une stabilité attendue de l'activité. Il est très positif sur les prix, dans un contexte de fermeté des prix des matières premières agricoles, avec une revalorisation sensible du prix des semences agricoles à attendre cette année (+15% en Grandes Cultures au T1).

A plus LT, le groupe réaffirme les enjeux stratégiques autour de la sélection variétale et la génétique, des éléments de compétitivité pour les agriculteurs en leur permettant de contribuer à améliorer la qualité et la sécurité alimentaire. Nous voyons en outre un important levier de croissance sur i/ AgReliant, qui devrait progressivement bénéficier de l'intégration de traits propriétaires (partenariat avec Syngenta), ii/les Potagères dont les marges devraient remonter au-delà des 15%.

Nous opinion reste positive sur un titre défensif et indéniablement sous valorisé au regard des multiples historiques, des comparables et de la richesse de son patrimoine génétique.

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	1 491,4	1 587,2	1 692,9	1 754,9
EBITDA	367,0	392,1	413,1	435,7
EBIT	142,2	136,3	144,5	153,7
Résultat Financier	-46,9	-33,4	-35,0	-36,0
RN part du Groupe	107,0	92,2	97,2	106,2

Bilan (M€)	2021	2022	2023e	2024e
Total actif immobilisé	1 939,8	2 069,5	2 066,9	2 050,9
dont GW	429,5	455,5	455,5	455,5
BFR	464,9	539,7	574,6	619,2
Fonds Propres totaux	1 329,0	1 483,4	1 547,1	1 617,7
Endettement Financier net	934,3	988,5	980,2	961,5

Financement (M€)	2021	2022	2023e	2024e
CAF	321,2	328,0	345,8	368,2
CAPEX	241,0	285,0	266,0	266,0
CAF / CAPEX	1,3	1,2	1,3	1,4
Variation de BFR	-22,1	74,8	34,9	44,6
Pay-Out	34%	40%	40%	39%
FCF opérationnel	102,3	-31,8	44,9	57,6

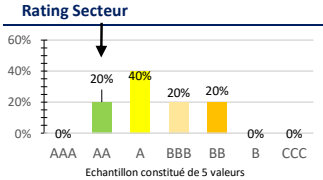
Ratios de structure	2021	2022	2023e	2024e
DN/FP	70,3%	66,6%	63,4%	59,4%
DN/EBITDA	2,5x	2,5x	2,4x	2,2x
GW/FP	32,3%	30,7%	29,4%	28,2%
M/EBIT	10%	9%	8,5%	8,8%
Marge nette	7%	6%	5,7%	6,1%
ROE	10%	8%	6,3%	5,1%
ROCE	10%	8%	4,8%	4,6%

Données par action (€)	2021	2022	2023e	2024e
BPA	4,67	4,02	4,2	4,6
Dividende net	1,60	1,60	1,7	1,8
CAF / action	14,02	14,31	15,1	16,1
Actif net par action	55,91	62,60	65,2	68,2

Ratios boursiers	2021	2022	2023e	2024e
Cours moyen ou dernier	52,2 €	50,3 €	49,7 €	49,7 €
PER	11,2x	12,5x	11,7x	10,7x
P / CAF	3,7x	3,5x	3,3x	3,1x
Rdt du FCF opérationnel	4,8%	-1,5%	2,1%	2,7%
P / AN	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x
VE / CA	1,2x	1,1x	1,1x	1,1x
VE/ EBITDA	5,3x	5,2x	5,0x	4,7x
VE/ EBIT	12,0x	13,4x	13,3x	12,7x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Vilmorin

AA
Score :7,8

Stable vs préc.

	Critères FU	Notes
E	34,5TCO2/MCA d'émissions GES (Scope1+2)	★★★★★
	Stress hydrique (4,3)	★★½
S	44,4% de femmes au Comex	★★★★½
	Développement du capital humain (7,3)	★★★★★
G	Indépendance du CdAdm (88,9%)	★★★★★
	Comportement ethic (5,7)	★★★

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

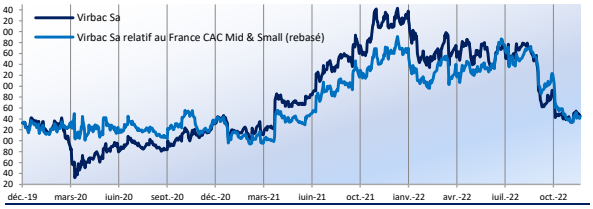
Source : Financière d'Uzès

VIRBAC		Cours au 07/12/2022	246,0 €
Secteur : Santé	PEA - PME	Objectif	321,5€ (+30,7%)

Données boursières

MNEMO / ISIN	VIRP-PAR / FR0000031577
Capitalisation	2 081 M€
Flottant	49,6%
Extrêmes 12 m (€)	234,0€ / 443,0€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	+1,4%	-28,9%	-42,4%
Perf. relative CAC Mid&Small	-1,9%	-31,9%	-29,5%



Résultats et enjeux

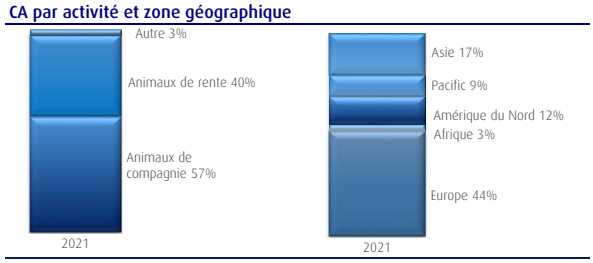
Les chiffres du semestre sont satisfaisants après une année 2021 de forte croissance de l'activité et des marges. Le CA ressort à 616M€ (+16.4%, +12%pcc dont +4.7% d'effet prix), avec une solide croissance sur toutes les zones mais un ralentissement du marché d'un trimestre à l'autre (CA T1 +16.2%pcc, T2 +7.8%pcc). L'Ebita progresse de 12.4% à 117 M€, soit une M/Ebita à 19% (vs 19,7% au S1 2021), en retrait comme anticipé du fait de la normalisation des Opex, de l'inflation des coûts (transport, matières premières, énergie), et de la hausse des coûts de R&D (+1pt sur l'année). Les charges financières sont en forte hausse du fait de la dégradation du résultat de change (dépréciation du peso chilien face à l'euro et au dollar américain), partiellement compensée par la baisse du coût de l'endettement net. Le résultat net consolidé ressort à 77,6 M€ (+5,2%).

A 9 mois, la dynamique de croissance est moins soutenue à 912 M€ (+12,7% et +7,7% à tcc dont change 4.9%), après une stabilité de l'activité au T3 et la confirmation du ralentissement et de la normalisation en cours du marché vétérinaire. Le management resserre sa guidance de CA à +6/+9% (vs +5/+10%). Il ajuste en légère baisse son objectif de MOP avant GW à 14-15% à changes constants (vs 15%) du fait des effets d'inflation (matières premières, transport, salaires, énergie dans une moindre mesure) et du rebond des dépenses commerciales post covid. Nous retenons 14.4% à change constant et 14.9% en publié (-90pb).

Le vrai challenge reste celui des marges avec en perspective des hausses de coûts importantes à adresser (Petfood : +30%, logistique, salaires) et pour principales interrogations : i/ la croissance du marché vétérinaire en 2023, ii/ la capacité du groupe à passer des hausses de prix. A ce stade, la société n'apporte encore aucun commentaire sur les perspectives et les marges 2023 que nous attendons sous pression dans un marché en décélération.

Le momentum va rester difficile pour 6 mois encore au minimum et aussi longtemps que les paramètres de marché ne seront pas stabilisés. Acheter sur opportunité dans une perspective à MT.

CA par activité et zone géographique



Activité

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

Compte de Résultat (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Chiffre d'Affaires	934,2	1 064,0	1 168,2	1 229,6
EBITDA	165,1	204,0	213,3	215,8
EBITA	124,9	167,6	174,1	174,5
EBIT	183,7	167,6	173,1	170,5
RN part du Groupe	136,0	113,2	117,8	121,7

Bilan (M€)	2020	2021	2022e	2023e
Total actif immobilisé	539,7	576,9	597,7	616,4
dont GW	133,5	142,2	142,2	142,2
BFR	108,2	127,7	170,2	179,1
Fonds Propres totaux	655,2	725,2	832,1	942,0
Endettement Financier net	-63,4	-73,8	-110,7	-185,9

Financement (M€)	2020	2021	2022e	2023e
CAF	120,7	156,5	150,0	155,9
CAPEX	29,0	47,2	60,0	60,0
CAF / CAPEX	4,2	3,3	2,5	2,6
Variation de BFR	-5,6	19,5	42,5	8,9
Pay-Out	4,7%	9,3%	10,0%	10,0%
FCF opérationnel	97,3	89,9	47,4	87,0

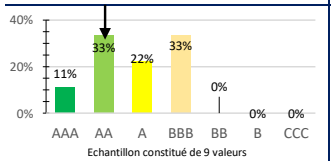
Ratios de structure	2020	2021	2022e	2023e
DN/FP	-10%	-10%	-13%	-20%
DN/EBITDA	-0,4x	-0,4x	-0,5x	-0,9x
GW/FP	20,4%	19,6%	17,1%	15,1%
M/EBIT	13,4%	15,8%	14,9%	14,2%
Marge nette	14,6%	10,6%	10,1%	9,9%
ROE	21,9%	15,6%	14,2%	12,9%
ROCE	18,3%	24,0%	22,5%	21,4%

Données par action (€)	2020	2021	2022e	2023e
BPA	9,09	13,38	13,92	14,39
Dividende net	0,75	1,25	1,39	1,44
CAF / action	14,27	18,50	17,73	18,44
Actif net par action	72,67	84,46	96,99	109,94

Ratios boursiers	2020	2021	2022e	2023e
Cours moyen ou dernier	198,7 €	310,6 €	246,0 €	246,0 €
PE	21,9x	23,2x	17,7x	17,1x
P / CAF	13,9x	16,8x	13,9x	13,3x
Rdt du FCF opérationnel	6,0%	3,5%	2,4%	4,6%
P / AN	2,7x	3,7x	2,5x	2,2x
VE / CA	1,7x	2,4x	1,7x	1,5x
VE/ EBITDA	9,8x	12,5x	9,2x	8,8x
VE/ EBIT	12,9x	15,2x	11,3x	10,9x

Analyse ESG

Rating Secteur



Rating Virbac

AA
Score :7,5

Stable vs préc.

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

Controverse

Green

Source : MSCI, Financière d'Uzès

Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

Source : Financière d'Uzès

Détection des conflits d'intérêts

Société	Opérations financières	Intérêt personnel de l'analyste	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité et/ou d'animation
AEROPORTS DE PARIS	non	non	non	non / non
AUBAY	non	non	non	non / non
BENETEAU	non	non	non	non / non
BIOMERIEUX	non	non	non	non / non
BOIRON	non	non	non	non / non
BUREAU VERITAS	non	non	non	non / non
BURELLE	non	non	non	non / non
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
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
TRIGANO	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 : 12 décembre 2022

■ Performances des indices

Indices Internationaux	Cours au 7-déc.-22	Performance (Monnaie locale) 1T-2022	2T-2022	3T-2022	YTD	Performance (euro) 1T-2022	2T-2022	3T-2022	YTD
EUROPE									
Stoxx Europe 600	436,2	-6,5%	-10,7%	-4,8%	-10,6%	-6,5%	-10,7%	-4,8%	-10,6%
France CAC 40	6 660,6	-6,9%	-11,1%	-2,7%	-6,9%	-6,9%	-11,1%	-2,7%	-6,9%
France CAC 40 (div. réinvestis)		-6,7%	-8,9%	-2,5%	-4,0%	-6,7%	-8,9%	-2,5%	-4,0%
France SBF 120	5 106,2	-6,9%	-11,3%	-3,2%	-7,9%	-6,9%	-11,3%	-3,2%	-7,9%
France CAC Mid & Small	13 315,3	-3,0%	-14,2%	-8,6%	-14,2%	-3,0%	-14,2%	-8,6%	-14,2%
Germany DAX (TR)	14 261,2	-9,3%	-11,3%	-5,2%	-10,2%	-9,3%	-11,3%	-5,2%	-10,2%
FTSE 100	7 489,2	+1,8%	-4,6%	-3,8%	+1,4%	+1,1%	-6,4%	-5,7%	-1,1%
IBEX 35	8 290,5	-3,1%	-4,1%	-9,0%	-4,9%	-3,1%	-4,1%	-9,0%	-4,9%
Switzerland SMI (PR)	11 010,0	-5,5%	-11,7%	-4,4%	-14,5%	-4,5%	-9,6%	-0,8%	-10,2%
FTSE MIB	24 241,4	-8,5%	-14,9%	-3,0%	-11,4%	-8,5%	-14,9%	-3,0%	-11,4%
Greece ATHEX Composite	910,3	-1,6%	-7,8%	-2,2%	+1,9%	-1,6%	-7,8%	-2,2%	+1,9%
Russia	955,5	-36,0%	+31,7%	-29,0%	-40,1%	-34,8%	+40,2%	-31,1%	-37,0%
US									
S&P 500	3 933,9	-4,9%	-16,4%	-5,3%	-17,5%	-2,8%	-11,1%	+1,1%	-10,6%
NASDAQ Composite Index	10 958,6	-9,1%	-22,4%	-4,1%	-30,0%	-7,1%	-17,5%	+2,3%	-24,2%
Dow Jones 30 Industrials	33 597,9	-4,6%	-11,3%	-6,7%	-7,5%	-2,5%	-5,6%	-0,4%	+0,1%
AFRIQUE									
Morocco MASI	11 291,1	-4,0%	-6,3%	-3,3%	-15,5%	-6,0%	-4,6%	-5,0%	-19,9%
FTSE JSE 40	67 863,5	+2,2%	-12,3%	-4,5%	+1,2%	+14,1%	-16,7%	-7,1%	+1,9%
ASIE									
Japan Nikkei 225	27 686,4	-3,4%	-5,1%	-1,7%	-3,8%	-6,6%	-9,8%	-1,6%	-12,6%
SSE A Share Index	3 353,7	-10,6%	+4,5%	-11,0%	-12,1%	-8,2%	+5,4%	-10,4%	-13,1%
India S&P BSE SENSEX	62 410,7	+0,5%	-9,5%	+8,3%	+7,1%	+0,8%	-7,6%	+12,2%	+4,5%
AMERIQUE LATINE									
Brazil Bovespa Index	109 068,6	+14,5%	-17,9%	+11,7%	+4,1%	+36,8%	-20,6%	+15,2%	+20,0%
MSCI									
MSCI World Index	2 081,4	-5,0%	-14,8%	-4,8%	-15,4%	-3,4%	-11,2%	-0,3%	-11,1%
MSCI EM (Emerging Marke	57 910,8	-6,5%	-9,0%	-9,1%	-17,3%	-5,3%	-6,7%	-6,6%	-15,7%
Changes									
Euro/$	1,05	-2,2%	-6,0%	-6,3%	-7,6%				
Euro/Rouble	66,09	+7,4%	-37,5%	+4,6%	-22,5%	+9,8%	-33,5%	+11,6%	-16,1%
Bitcoin (CME) Continuous	16 725,0	-4,7%	-59,0%	+5,0%	-65,1%	-2,6%	-56,3%	+12,1%	-62,3%
Matières premières									
Gold (NYM $/ozt) Continuc	1 798,0	+6,4%	-7,8%	-8,5%	-4,3%	+8,8%	-1,9%	-2,3%	+3,7%
Gold NYMEX Near Term ($,	1 785,5	+6,7%	-7,4%	-7,9%	-2,3%	+9,0%	-1,5%	-1,7%	+5,8%
Brent	77,2	+45,1%	+10,2%	-16,9%	+24,1%	+48,3%	+17,3%	-11,3%	+34,4%
Prix de l'Electricité	465,9	+65,3%	+78,4%	+50,9%	##########	+69,0%	+89,8%	+61,1%	##########
Prix du Gaz	139,7	+48,3%	+20,1%	+28,2%	+77,9%	+51,6%	+27,8%	+36,8%	+92,6%

Source : FactSet

■ Statistiques Cac All-Tradable (Source FactSet)

Performances

Les plus élevées

Sociétés	Performance	Cours au	Extrêmes 12m	
	YTD	07/12/2022	+ bas	+ haut
Dassault Aviation SA	+62,2%	154,1 €	87,9 €	165,4 €
Thales SA	+61,1%	120,5 €	70,9 €	129,1 €
Ipsen SA	+34,4%	108,2 €	78,3 €	119,5 €
Societe BIC SA	+34,0%	63,4 €	45,0 €	69,4 €
Ipsos SA	+32,1%	54,5 €	38,3 €	55,2 €
Edenred SA	+28,8%	52,2 €	36,5 €	54,1 €
TotalEnergies SE	+26,7%	56,5 €	43,3 €	60,3 €
Gaztransport & Technig	+25,7%	103,4 €	69,6 €	136,0 €
Electricite de France SA	+21,5%	12,0 €	7,0 €	12,2 €
Sodexo SA	+20,2%	92,6 €	64,6 €	92,6 €
Vallourec SA	+19,3%	10,5 €	6,8 €	13,9 €
Technip Energies NV	+16,6%	14,9 €	8,8 €	15,6 €
Aeroports de Paris ADP	+14,9%	130,2 €	103,4 €	149,1 €
Klepierre SA	+14,7%	22,1 €	17,3 €	26,4 €
Renault SA	+12,9%	34,5 €	21,3 €	37,2 €

Les plus faibles

Sociétés	Performance	Cours au	Extrêmes 12m	
	YTD	07/12/2022	+ bas	+ haut
Orpea SA	-92,4%	6,7 €	6,5 €	89,7 €
Solutions 30 SE	-75,0%	1,8 €	1,7 €	8,0 €
Atos SE	-74,4%	9,6 €	7,3 €	38,9 €
Valneva SE	-73,7%	6,4 €	5,1 €	26,4 €
Korian SE	-66,2%	9,4 €	8,7 €	28,4 €
Faurecia Societe europe	-62,1%	14,4 €	10,9 €	40,7 €
Elior Group SA	-54,2%	2,9 €	1,7 €	6,4 €
Casino, Guichard-Perrac	-54,2%	10,6 €	7,6 €	23,9 €
Derichebourg SA	-48,5%	5,2 €	4,0 €	11,9 €
Teleperformance SA	-42,3%	226,0 €	176,0 €	396,0 €
Virbac SA	-42,0%	246,0 €	234,0 €	443,0 €
Fnac Darty SA	-41,5%	33,6 €	27,4 €	60,6 €
Nexity SA Class A	-40,3%	24,7 €	18,0 €	41,5 €
McPhy Energy SA	-40,0%	13,0 €	7,7 €	22,4 €
Eurofins Scientific Socie	-39,9%	65,4 €	58,7 €	111,2 €

Potentiels

Les plus élevées

Sociétés	Cours au	Objectif	Potentiel
	07/12/2022	Consensus	
Orpea SA	6,7 €	17,9 €	+165,5%
Korian SE	9,4 €	24,7 €	+162,4%
Derichebourg SA	5,2 €	11,4 €	+118,2%
Solutions 30 SE	1,8 €	3,7 €	+107,0%
Quadient SA	12,4 €	23,4 €	+89,6%
Valneva SE	6,4 €	11,7 €	+81,4%
Vallourec SA	10,5 €	17,8 €	+69,2%
ALD SA	10,8 €	17,8 €	+64,5%
Teleperformance SA	226,0 €	369,0 €	+63,3%
Eramet SA	80,4 €	131,0 €	+62,9%
Eutelsat Communications SA	7,4 €	11,9 €	+61,1%
Ubisoft Entertainment SA	28,1 €	43,9 €	+56,0%
CGG	0,6 €	0,9 €	+53,2%
Elis SA	12,7 €	19,1 €	+49,8%
Societe Generale S.A. Class A	22,5 €	33,4 €	+48,5%

Les plus faibles

Sociétés	Cours au	Objectif	Potentiel
	07/12/2022	Consensus	
Hermes International SCA	1 516,5 €	1 418,4 €	-6,5%
Klepierre SA	22,1 €	20,8 €	-5,9%
Sodexo SA	92,6 €	88,5 €	-4,4%
JCDecaux SE	17,4 €	16,7 €	-4,0%
Aeroports de Paris ADP	130,2 €	125,5 €	-3,6%
Neoen S.A.	38,0 €	37,7 €	-0,7%
La Francaise des Jeux SA	38,2 €	38,0 €	-0,4%
Electricite de France SA	12,0 €	12,0 €	+0,0%
Ipsen SA	108,2 €	109,1 €	+0,8%
EssilorLuxottica SA	178,2 €	182,2 €	+2,2%
Somfy SA	143,4 €	147,0 €	+2,5%
Altarea SCA	135,2 €	139,0 €	+2,8%
L'Oreal S.A.	356,5 €	366,6 €	+2,9%
Interparfums	53,5 €	55,8 €	+4,4%
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled	50,8 €	53,1 €	+4,5%

PER

Les plus élevées

Sociétés	Cours au	PER	
	07/12/2022	2022e	2023e
Valneva SE	6,4 €	-	#########
Neoen S.A.	38,0 €	71,2x	46,1x
Hermes International SCA	1 516,5 €	49,8x	44,3x
Orpea SA	6,7 €	-	39,3x
Interparfums	53,5 €	41,0x	38,4x
Sartorius Stedim Biotech SA	318,3 €	35,4x	32,1x
L'Oreal S.A.	356,5 €	32,2x	30,0x
Dassault Systemes SA	34,9 €	31,2x	29,4x
CGG	0,6 €	-	28,2x
JCDecaux SE	17,4 €	29,8x	27,9x
Edenred SA	52,2 €	30,2x	26,0x
EssilorLuxottica SA	178,2 €	27,8x	25,7x
bioMerieux SA	96,1 €	24,8x	25,7x
Aeroports de Paris ADP	130,2 €	37,6x	25,4x
Remy Cointreau SA	160,6 €	27,7x	24,8x

Les plus faibles

Sociétés	Cours au	PER	
	07/12/2022	2022e	2023e
Renault SA	34,5 €	5,2x	4,1x
Derichebourg SA	5,2 €	3,6x	4,4x
Quadient SA	12,4 €	5,1x	4,6x
TotalEnergies SE	56,5 €	4,2x	4,9x
Vallourec SA	10,5 €	17,7x	4,9x
Societe Generale S.A. Class A	22,5 €	4,4x	5,0x
ALD SA	10,8 €	4,0x	5,0x
SCOR SE	19,8 €	-	5,1x
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled	50,8 €	5,6x	5,7x
Faurecia Societe europeenne	14,4 €	24,9x	5,7x
Atos SE	9,6 €	#########	6,5x
Credit Agricole SA	9,3 €	6,2x	6,7x
Fnac Darty SA	33,6 €	7,1x	7,0x
BNP Paribas S.A. Class A	52,0 €	6,0x	7,1x
Eramet SA	80,4 €	2,7x	7,1x

PEG

Les plus élevées

Sociétés	Cours au	PEG	
	07/12/2022	2022e	2023e
CGG	0,6 €		14,1x
Arkema SA	85,3 €	8,4x	13,7x
Interparfums	53,5 €	13,7x	12,8x
AXA SA	27,3 €	8,8x	8,0x
bioMerieux SA	96,1 €	7,6x	7,9x
Amundi SA	54,0 €	6,0x	6,0x
TotalEnergies SE	56,5 €	3,4x	4,0x
Hermes International SCA	1 516,5 €	4,4x	3,9x
Compagnie de Saint-Gobain SA	45,9 €	3,0x	3,4x
Cie Generale des Etablissements Miche	26,4 €	3,1x	3,1x
La Francaise des Jeux SA	38,2 €	3,2x	3,0x
L'Oreal S.A.	356,5 €	3,2x	3,0x
Gecina SA	95,4 €	3,2x	3,0x
Dassault Systemes SA	34,9 €	3,1x	2,9x
Bureau Veritas SA	25,0 €	3,1x	2,9x

Les plus faibles

Sociétés	Cours au	PEG	
	07/12/2022	2022e	2023e
Faurecia Societe europeenne	14,4 €	0,2x	0,0x
Atos SE	9,6 €	22,8x	0,1x
Renault SA	34,5 €	0,1x	0,1x
Valeo SE	16,8 €	0,2x	0,1x
SCOR SE	19,8 €		0,2x
Getlink SE	15,6 €	0,3x	0,2x
Plastic Omnium SE	14,0 €	0,3x	0,2x
Neoen S.A.	38,0 €	0,5x	0,3x
Korian SE	9,4 €	0,4x	0,3x
VINCI SA	97,9 €	0,4x	0,3x
Alstom SA	23,8 €	0,5x	0,4x
JCDecaux SE	17,4 €	0,4x	0,4x
Eiffage SA	95,5 €	0,4x	0,4x
Gaztransport & Technigaz SA	103,4 €	0,8x	0,4x
Elis SA	12,7 €	0,5x	0,5x

VE / CA

Les plus élevées

Sociétés	Cours au	VE / CA	
	07/12/2022	2022e	2023e
Gecina SA	95,4 €	22,8x	21,6x
Covivio SA	55,9 €	21,8x	21,2x
Icade SA	39,9 €	14,8x	14,4x
Neoen S.A.	38,0 €	15,5x	13,7x
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled	50,8 €	13,0x	12,5x
Klepierre SA	22,1 €	12,7x	12,4x
Hermes International SCA	1 516,5 €	13,3x	11,7x
Carmila SA	13,4 €	11,8x	11,4x
Mercialys SA	9,2 €	11,3x	11,1x
Antin Infrastructure Partners	21,2 €	16,1x	10,0x
Gaztransport & Technigaz SA	103,4 €	12,2x	8,2x
Sartorius Stedim Biotech SA	318,3 €	8,5x	7,5x
Dassault Systemes SA	34,9 €	8,2x	7,4x
Getlink SE	15,6 €	8,6x	7,0x
McPhy Energy SA	13,0 €	13,3x	6,9x

Les plus faibles

Sociétés	Cours au	VE / CA	
	07/12/2022	2022e	2023e
Technip Energies NV	14,9 €	-0,1x	-0,1x
Fnac Darty SA	33,6 €	0,2x	0,1x
Renault SA	34,5 €	0,2x	0,2x
Casino, Guichard-Perrachon SA	10,6 €	0,2x	0,2x
Carrefour SA	16,7 €	0,3x	0,2x
Derichebourg SA	5,2 €	0,3x	0,2x
Solutions 30 SE	1,8 €	0,3x	0,3x
SCOR SE	19,8 €	0,3x	0,3x
Atos SE	9,6 €	0,2x	0,3x
Elior Group SA	2,9 €	0,3x	0,3x
Bouygues SA	29,5 €	0,4x	0,3x
Valeo SE	16,8 €	0,4x	0,3x
Aperam SA	29,9 €	0,3x	0,3x
Plastic Omnium SE	14,0 €	0,4x	0,4x
Faurecia Societe europeenne	14,4 €	0,4x	0,4x

VE / EBITDA

Les plus élevées

Sociétés	Cours au	VE / EBITDA	
	07/12/2022	2022e	2023e
Valneva SE	6,4 €	-	120,4x
Gecina SA	95,4 €	28,9x	27,2x
Hermes International SCA	1 516,5 €	29,4x	25,9x
Covivio SA	55,9 €	25,1x	24,3x
Interparfums	53,5 €	25,6x	23,8x
Sartorius Stedim Biotech SA	318,3 €	24,0x	21,9x
ALD SA	10,8 €	18,2x	21,6x
Dassault Systemes SA	34,9 €	21,7x	19,8x
L'Oreal S.A.	356,5 €	21,0x	19,3x
Neoen S.A.	38,0 €	19,0x	16,7x
Icade SA	39,9 €	16,5x	16,2x
Remy Cointreau SA	160,6 €	17,8x	16,0x
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled	50,8 €	15,9x	15,3x
Klepierre SA	22,1 €	15,3x	15,0x
Carmila SA	13,4 €	15,3x	14,7x

Les plus faibles

Sociétés	Cours au	VE / EBITDA	
	07/12/2022	2022e	2023e
Technip Energies NV	14,9 €	-0,6x	-0,9x
Renault SA	34,5 €	1,8x	1,4x
Television Francaise 1 SA	7,2 €	1,9x	1,7x
Fnac Darty SA	33,6 €	3,0x	1,9x
Casino, Guichard-Perrachon SA	10,6 €	2,9x	2,5x
Derichebourg SA	5,2 €	2,6x	2,6x
TotalEnergies SE	56,5 €	2,6x	2,8x
Valeo SE	16,8 €	3,2x	2,8x
CGG	0,6 €	3,7x	2,8x
Vallourec SA	10,5 €	5,2x	2,9x
Solutions 30 SE	1,8 €	4,4x	2,9x
Atos SE	9,6 €	2,9x	3,1x
Faurecia Societe europeenne	14,4 €	4,0x	3,3x
Air France-KLM SA	1,2 €	3,4x	3,4x
Metropole Television SA	14,1 €	3,5x	3,4x

Rendements

Les plus élevées

Sociétés	Cours au	Rendements	
	07/12/2022	2022e	2023e
Coface SA	11,7 €	12,8%	13,3%
ALD SA	10,8 €	12,7%	12,0%
Icade SA	39,9 €	11,4%	10,9%
Mercialys SA	9,2 €	10,5%	10,6%
Credit Agricole SA	9,3 €	10,1%	10,1%
Nexity SA Class A	24,7 €	9,1%	9,7%
Eutelsat Communications SA	7,4 €	8,7%	9,1%
ENGIE SA.	14,5 €	8,4%	8,7%
SCOR SE	19,8 €	8,4%	8,6%
Metropole Television SA	14,1 €	8,0%	8,5%
Societe Generale S.A. Class A	22,5 €	7,8%	8,3%
Carmila SA	13,4 €	7,7%	8,2%
Rubis SCA	24,0 €	7,5%	8,1%
BNP Paribas S.A. Class A	52,0 €	7,5%	8,0%
Klepierre SA	22,1 €	7,4%	8,0%

Les plus faibles

Sociétés	Cours au	Rendements	
	07/12/2022	2022e	2023e
CGG	0,6 €	0,0%	0,0%
Soitec SA	156,4 €	0,0%	0,0%
Air France-KLM SA	1,2 €	0,0%	0,0%
Ubisoft Entertainment SA	28,1 €	0,0%	0,0%
Solutions 30 SE	1,8 €	0,0%	0,0%
Valneva SE	6,4 €	0,0%	0,0%
McPhy Energy SA	13,0 €	0,0%	0,0%
Worldline SA	42,1 €	0,0%	0,0%
Unibail-Rodamco-Westfield SE Stapled	50,8 €	0,0%	0,0%
Euroapi SA	14,4 €	0,0%	0,0%
Neoen S.A.	38,0 €	0,0%	0,3%
Vallourec SA	10,5 €	0,0%	0,4%
Elior Group SA	2,9 €	0,0%	0,5%
Sartorius Stedim Biotech SA	318,3 €	0,0%	0,5%
Dassault Systemes SA	34,9 €	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