



10 novembre 2022

Cours : 12,96€

Objectif : 23,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

1 : Acheter 2 : Renforcer 3 : Conserver 4 : Alléger 5 : Vendre

Cours au 09/11/2022

CA T3 – Contact

T3 inférieur aux attentes – net ralentissement de CAM

Le CA T3 est inférieur à nos attentes en raison de la décroissance marquée de CAM. Dans un environnement 2023 incertain, le management indique s'attendre à la poursuite de l'accélération de CMS qui dépassera les 120M€ CA. Nous adoptons un scénario 2023 plus prudent et abaissons par conséquent notre objectif de cours de 27,8€ à 23€.

T3 inférieur à nos attentes suite au ralentissement de CAM

Le CA T3 ressort en dessous de nos attentes en raison essentiellement d'un coup d'arrêt de l'activité de CAM (films de protection, CA -11% -16% à pcc) que nous avons sous-estimé et qui s'explique par 1/ une base de comparaison très élevée (important surstockage en n-1, T3 21 +28%), 2/ le ralentissement de la demande (attentisme en Europe, baisse de la demande de la construction neuve et normalisation des stocks) et 3/ un effet prix moins favorable.

Poursuite du rebond de CFT et CMS conforme à notre scénario

Conformément à nos attentes, le CA a poursuivi son rebond chez CFT (entoilage, CA +34 +30% à pcc) qui frôle sur 9 mois son niveau d'activité d'avant crise. L'activité profite toujours du rattrapage de la demande post-covid, d'un effet prix positif et de gains de part de marché. CLF (-1% -4% à pcc) marque une pause face à une base de comparaison élevée. CMS continue d'accélérer (+74% +41% à pcc) avec une performance aussi bien tirée par l'activité retail, muséale que par les dernières acquisitions (Events, Skira Editore). Enfin, CPC (santé) réalise un CA de seulement 0,1M€. Les activités de maroquinerie de luxe (Fournival, Swaine, Satchel) ne sont pas encore consolidées.

Prudence sur 2023 – et plus de 120M€ pour CMS

Chargeurs fait l'hypothèse que l'attentisme macro-économique, constaté principalement au S2 en Europe, devrait se poursuivre au moins jusqu'à la fin du S1 2023 qui sera suivi d'un rebond porté par le ralentissement de l'inflation, de la hausse du prix de l'énergie ainsi que par la normalisation de la situation sanitaire en Asie. Compte tenu des premiers impacts constatés au T3, nous attendons désormais une poursuite de la décroissance de CAM et un début de ralentissement pour CFT (malgré le bon niveau de carnet de commandes constaté à fin septembre) et CLF au T4 et qui se poursuivra sur le S1 23. Ce phénomène sera, selon nous, amplifié par la base de comparaison défavorable sur ces trois métiers (pour rappel S1 21 +18% à pcc et S1 22 +24% à pcc). CPC devrait pour sa part bénéficier de la seule contribution de Fournival Altesse (CA 2023 c.3M€). Enfin, la bonne surprise de la publication s'avère être l'annonce d'un objectif de CA 2023 pour CMS >120M€ couplé à une progression significative de la rentabilité (vs PZP CA 23 100M€). Cette indication implique la poursuite d'une croissance organique de c.30% (vs PZP CA 22 +32% à pcc).

Suite à cette publication, nous adoptons un scénario plus prudent pour la fin d'année et pour 2023 sur les BU CAM, CFT et CLM. Nos attentes de c.20M€ CA pour CPC sont également ajustées à 3M€ compte tenu de notre hypothèse de vente de masques proche de zéro et de la seule contribution attendue de Fournival. Nous anticipons un T4 22 de 174M€ (-9% -14% à pcc) et une année 2023 en V avec un début d'exercice dégradé (S1 -10% -12% à pcc) et un rebond au S2 de +13%. L'ajustement de nos attentes de ROPA est moins sensible que sur le CA compte tenu du relèvement de notre scénario pour CMS qui devrait être particulièrement relutif en 2023 (PZP CMS 2023 CA 126M€ +54% +40% à pcc MOPA 8,5% +3,3pts). Notre objectif de cours est abaissé de 27,8€ à 23€.



Source : FactSet Research

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000130692 / CRI
Reuters / Bloomberg	CRI PA / CRI FP
Indice	CAC Small
Analyse payée partiellement par l'émetteur	
Eligibilité PEA-PME	Oui

Capitalisation (M€)	323,0
Flottant (%)	70,8%
Nbre de Titres (Mio)	24,919
Date de clôture	31-Déc

	21	22e	23e
PER	18,2	14,1	12,6
PCF	13,0	6,7	6,3
VE/CA	0,9	0,6	0,6
VE/ROP	15,8	11,8	10,9
PAN	2,1	1,1	1,1
Rendement	5,7%	9,6%	4,5%
Free Cash Flow Yield	7,3%	0,8%	7,3%
ROACE	14,0%	12,7%	12,7%

CA	736,6	747,9	755,3
CA précédent	736,6	790,9	819,3
var. n/n-1	-10,4%	1,5%	1,0%
EBE	73,8	68,8	71,6
ROC	50,7	44,1	46,3
% CA	6,9%	5,9%	6,1%
ROP	41,2	36,6	38,7
% CA	5,6%	4,9%	5,1%
RN Pdg publié	30,6	22,6	25,3
% CA	4,2%	3,0%	3,4%

BNPA	1,26	0,92	1,03
BNPA précédent	1,26	1,10	1,39
var. n/n-1	-28,3%	-27,2%	12,2%
BNPA Cor	1,26	0,92	1,03
ANPA	11,0	11,3	11,7
Dividende net	1,24	0,58	0,65

DFN	85,4	109,0	100,1
-----	------	-------	-------

Jeremy Sallée, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30

jeremy.sallee@bnpparibas.com

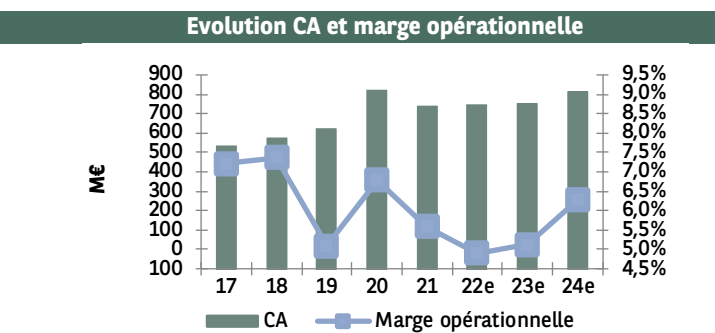
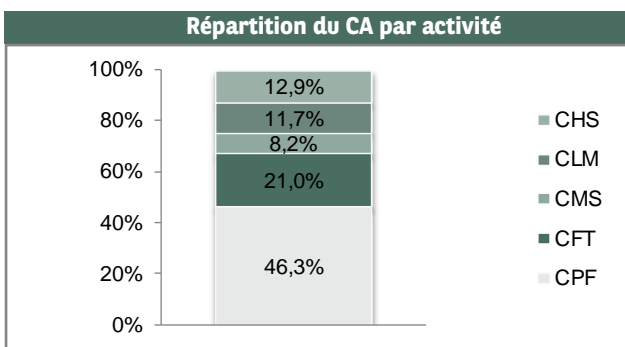
La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 10/11/2022 - 08:10 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 10/11/2022 - 08:10 (GMT+1).

CHARGEURS

Exploitation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
CA	533.0	573.3	626.2	822.0	736.6	747.9	755.3	813.4
var. n/n-1	5.3%	7.6%	9.2%	31.3%	-10.4%	1.5%	1.0%	7.7%
var. organique	3.2%	2.6%	-1.2%	27.5%	-10.4%	-3.9%	-0.5%	7.7%
EBE	54.6	59.8	60.0	102.4	73.8	68.8	71.6	86.8
ROC	44.4	49.0	41.4	79.3	50.7	44.1	46.3	59.1
var. n/n-1	14.1%	10.4%	-15.5%	91.5%	-36.1%	-13.0%	5.0%	27.6%
ROP	38.5	42.2	31.9	55.8	41.2	36.6	38.7	51.0
RCAI	30.0	31.6	20.4	46.3	30.6	24.0	26.9	41.0
IS	-4.0	-5.1	-4.9	-4.3	-0.5	-1.4	-1.6	-2.4
RN Pdg publié	25.2	26.6	15.1	41.0	30.6	22.6	25.3	38.6
RN Pdg corrigé	25.2	26.6	15.1	41.0	30.6	22.6	25.3	38.6
var. n/n-1	0.8%	5.6%	-43.2%	+ / ++	-25.4%	-26.2%	12.2%	52.4%
Tmva CA 2019 / 2023e	4.8%							
Marge brute (%)	26.6%	26.9%	26.7%	26.6%	25.3%	25.5%	25.4%	26.1%
Marge opérationnelle (%)	7.2%	7.4%	5.1%	6.8%	5.6%	4.9%	5.1%	6.3%
Marge nette (%)	4.7%	4.6%	2.4%	5.0%	4.2%	3.0%	3.4%	4.7%
Taux IS (%)	13.3%	16.1%	24.0%	9.3%	1.6%	5.9%	5.9%	5.9%
Frais de personnel / CA (%)	-16.3%	-16.1%	-15.8%	-13.8%	-16.7%	-	-	-
CA/effectif (K€)	348	320	303	361	330	-	-	-
var. n/n-1	3.5%	-8.1%	-5.4%	19.2%	-8.7%	-	-	-
Effectif moyen	1,531	1,792	2,069	2,278	2,235	-	-	-
var. n/n-1	1.7%	17.0%	15.5%	10.1%	-1.9%	-	-	-

Bilan	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Fonds propres Pdg	229.9	237.2	232.4	237.4	267.4	277.2	288.2	310.7
Dettes financières nettes	-8.9	92.2	96.0	88.6	85.4	109.0	100.1	79.0
Autres	-27.5	-32.3	24.1	58.6	0.3	0.3	0.3	0.3
Capitaux investis	193.5	297.1	352.5	383.8	352.5	385.9	388.0	389.4
Immobilisations nettes	151.5	238.8	286.2	349.9	354.8	364.2	361.2	358.2
dont écarts d'acquisition	86.2	126.8	135.9	176.8	188.8	202.3	202.3	202.3
dont financières	2.6	6.4	6.7	8.3	30.9	30.9	30.9	30.9
BFR	44.6	64.7	73.0	42.2	28.6	52.6	57.7	62.1
Actif économique	193.5	297.1	352.5	383.8	352.5	385.9	388.0	389.4
Gearing (%)	-3.9%	38.9%	41.3%	37.4%	32.0%	39.4%	34.8%	25.5%
BFR/CA (%)	8.4%	11.3%	11.7%	5.1%	3.9%	7.0%	7.6%	7.6%
Dettes financières nettes/EBE (x)	ns	1.5	1.6	0.9	1.2	1.6	1.4	0.9
ROE (%)	11.0%	11.2%	6.5%	17.3%	11.4%	8.1%	8.8%	12.4%
ROACE (%) après IS normé	25.9%	23.2%	15.8%	23.5%	14.0%	12.7%	12.7%	16.1%

Financement	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
Cash Flow	36.6	36.9	38.7	70.4	43.0	47.3	50.6	66.3
Variation BFR	-6.7	-22.5	-13.3	2.6	21.9	-24.0	-5.2	-4.4
Investissements industriels	-13.6	-24.3	-35.0	-25.8	-23.9	-20.6	-22.2	-24.7
% du CA	2.6%	4.2%	5.6%	3.1%	3.2%	2.8%	2.9%	3.0%
Cash Flow Libre	16.3	-9.9	-9.6	47.2	41.0	2.7	23.3	37.1
Cessions d'actifs	0.7	0.6	0.9	4.9	0.5	0.0	0.0	0.0
Investissements financiers	-5.5	-65.0	-9.6	-53.0	-20.4	-13.5	0.0	0.0
Dividendes	-13.8	-10.8	-8.6	-5.9	-17.7	-12.8	-14.3	-16.1
Augmentation de capital	7.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres	0.8	-16.0	23.1	14.2	-0.2	0.0	0.0	0.0
Variation dettes financières nettes	-5.7	101.1	3.8	-7.4	-3.2	23.6	-8.9	-21.1
Dettes financières nettes	-8.9	92.2	96.0	88.6	85.4	109.0	100.1	79.0



CHARGEURS

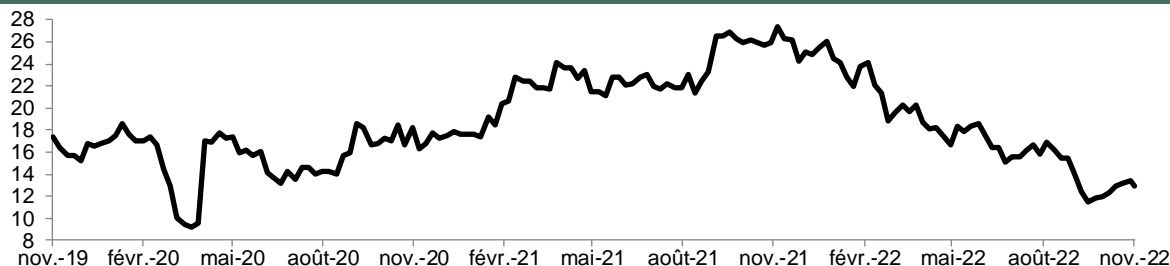
Données par action	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
BNPA	1.08	1.15	0.66	1.76	1.26	0.92	1.03	1.57
var. n/n-1	-0.9%	6.9%	-42.7%	+ / ++	-28.3%	-27.2%	12.2%	52.4%
CFPA	1.6	1.6	1.7	3.0	1.8	1.9	2.1	2.7
ANPA	9.8	10.3	10.2	10.2	11.0	11.3	11.7	12.6
Dividende net (versé en n+1)	0.60	0.67	0.40	1.32	1.24	0.58	0.65	1.00
Payout (%)	55.6%	58.1%	60.5%	75.0%	98.3%	63.4%	63.4%	63.4%
Tmva BNPA 2019 / 2023e	11.8%							
Tmva CFPA 2019 / 2023e	5.0%							

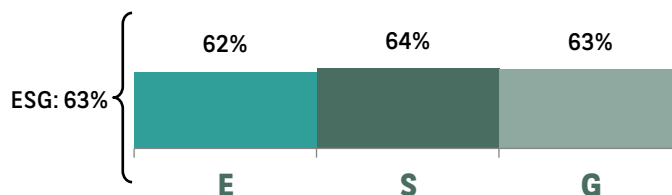
Valorisation	17	18	19	20	21	22e	23e	24e
PER (x)	21.1	20.0	26.5	9.0	18.2	14.1	12.6	8.3
PCF (x)	14.5	14.5	10.3	5.2	13.0	6.7	6.3	4.8
PAN (x)	2.3	2.2	1.7	1.6	2.1	1.1	1.1	1.0
VE/CA (x)	1.0	1.1	0.8	0.6	0.9	0.6	0.6	0.5
VE/EBE (x)	9.6	10.7	8.6	4.6	8.8	6.3	5.9	4.6
VE/ROP (x)	13.6	15.1	16.1	8.4	15.8	11.8	10.9	7.9
Free Cash Flow Yield (%)	3.1%	-1.9%	-2.4%	12.8%	7.3%	0.8%	7.3%	11.7%
Rendement (%)	2.4%	2.6%	3.8%	2.5%	5.7%	9.6%	4.5%	5.0%
Capitalisation (M€)	531.1	544.7	417.1	383.1	565.6	322.7	322.7	322.7
Valeur d'Entreprise (VE)	522.2	636.9	513.1	470.9	650.4	431.2	422.2	401.2
Cours de référence (€)	22.8	23.1	17.5	15.8	23.0	13.0	13.0	13.0
Nb de titres (Mio)	23.331	23.552	23.849	24.211	24.584	24.903	24.903	24.903
Nb de titres corrigé (Mio)	23.349	23.057	22.853	23.287	24.256	24.576	24.576	24.576
% de la dilution	0.1%	0.3%	0.7%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
Date d'introduction	02/01/1985							
Cours d'introduction ajusté	2.7 €							

Données intermédiaires	17	18	19	20	21	22
CA T1	143.4	144.8	161.2	157.8	180.8	203.5
CA T2	138.4	142.3	164.8	360.7	191.6	195.2
CA S1	281.8	287.1	326.1	518.5	372.4	398.7
ROP S1	20.5	24.7	17.3	45.3	31.6	21.3
RN pdg corrigé S1	13.4	15.3	8.3	28.9	24.7	10.2
Marge opérationnelle S1	7.3%	8.6%	5.3%	8.7%	8.5%	5.3%
Marge nette S1	4.8%	5.3%	2.5%	5.6%	6.6%	2.6%
CA T3	121.0	134.2	146.4	169.7	172.9	174.9
CA T4	130.2	152.0	153.8	133.8	191.3	
CA S2	251.2	286.2	300.2	303.5	364.2	
ROP S2	18.0	17.5	14.6	10.5	9.6	
RN pdg corrigé S2	11.8	11.3	6.8	12.1	5.9	
Marge opérationnelle S2	7.2%	6.1%	4.9%	3.5%	2.6%	
Marge nette S2	4.7%	3.9%	2.3%	4.0%	1.6%	

Taux de croissance (n/n-1)	17	18	19	20	21	22
CA T1	14.4%	1.0%	11.3%	-2.1%	14.6%	12.6%
CA T2	8.0%	2.8%	15.8%	+ / ++	-46.9%	1.9%
CA T3	-4.1%	10.9%	9.1%	15.9%	1.9%	1.2%
CA T4	2.8%	16.7%	1.2%	-13.0%	43.0%	
CA S1	11.2%	1.9%	13.6%	59.0%	-28.2%	7.1%
CA S2	-0.7%	13.9%	4.9%	1.1%	20.0%	
ROP S1	16.5%	20.5%	-30.0%	+ / ++	-30.2%	-32.6%
ROP S2	10.4%	-2.8%	-16.6%	-27.9%	-8.8%	

Historique de cours





CHARGEURS

Critères ESG Portzamparc				
	2019	2020	2021	Commentaires
ENVIRONNEMENT				
Empreinte carbone				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	ND	ND	70.1	
Politique de compensation des émissions CO2	oui	oui	non	
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
Politique environnementale				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL				
Promotion de la diversité				
Part des femmes dans la société	32%	31%	32%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	ND	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	ND	3.3%	4.0%	en France
Formation				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	ND	
Recrutement & Attractivité				
Taux d'attrition (employés)	16%	12%	18%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
Conditions de travail				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	10.17	3.8	6.43	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT				
Respect du code Afep-Medef ou Middlednext	Oui	Oui	Oui	
Composition des instances de gouvernance				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	7	7	7	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	94%	94%	100%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Non	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Non	Non	
Respect des actionnaires minoritaires				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	30%	30%	29%	
Rémunération des dirigeants				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	Non	Non	Non	
Ratio d'équité (salaire médian)	17.89	12.75	12.98	
PARTIES PRENANTES EXTERNES				
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	89%	82%	90%	

Mentions obligatoires

Recommandations boursières

Nos recommandations boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à un horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur les objectifs de cours définis par l'analyste et intègrent des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché, susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse Portzamparc établit ses évaluations selon une approche d'analyse fondamentale multicritères (principalement et de manière non exhaustive actualisation des flux, multiples des comparables, multiples de transaction, somme des parties, actif net réévalué).

ACHETER (1) : Performance attendue supérieure à +15%

RENFORCER (2) : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

CONSERVER (3) : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

ALLEGER (4) : Performance attendue comprise entre -5% et -15%

VENDRE (5) : Performance attendue inférieure à -15% ou absence de visibilité sur les fondamentaux de la société.

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation...) est accessible sur <https://www.midcaps.portzamparc.fr/wp-content/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle).

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Historique des recommandations sur l'émetteur au cours des 12 derniers mois

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandations et d'objectifs de cours faits par le département d'analyse financière de Portzamparc sur une période de 12 mois.

La mise à jour des recommandations intervient, soit à l'occasion d'un commentaire lié à une publication officielle ou légale, soit à l'occasion d'un événement exceptionnel (croissance externe, accords significatifs).

Pas de changement de recommandation sur les 12 derniers mois

Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

<i>Société</i>	<i>Détail des conflits d'intérêts potentiels</i>
Chargeurs	6

1. Portzamparc possède ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par cet émetteur;
2. Cet émetteur, ou ses actionnaires principaux, possèdent ou contrôlent, directement ou indirectement, 5% ou plus du capital en actions émis par Portzamparc;
3. Portzamparc a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois;
4. Portzamparc est teneur de marché pour les instruments financiers de cet émetteur;
5. Portzamparc a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.
6. Portzamparc et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse à travers laquelle Portzamparc s'est engagé à produire et à diffuser des études de recherche d'investissement sur ledit émetteur;
7. Portzamparc a été rémunéré par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;
8. L'auteur de cette étude ou une personne qui aurait aidé à l'élaboration de cette étude (ou un membre de son foyer), ou encore une personne qui, malgré sa non-implication dans l'élaboration de cette étude avait ou pouvait raisonnablement avoir accès aux éléments substantiels de cette étude avant sa diffusion détient une position nette ou courte supérieure à 0,5% du capital de cet émetteur
9. La recommandation présentée dans ce document a été divulguée à l'émetteur avant sa publication et diffusion et a été subséquemment modifiée préalablement à sa diffusion

Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08