

GROUPE BOGART

Parfumerie & Distribution sélective

Un modèle fabricant-retailer vertueux

Fondé en 1975, Groupe Bogart est un spécialiste de la production et de la commercialisation de produits de cosmétique et de parfumerie de luxe. Implanté dans plus de 90 pays dans le monde, la société maîtrise aujourd'hui toute la chaîne de valeur de l'origination à la distribution en passant par la formulation, la production et la création.

Depuis le lancement de sa première marque en propre, les parfums Bogart, le Groupe s'est constitué un portefeuille de 7 marques en propre de parfums (Jacques Bogart, Carven, Stendhal, Ted Lapidus), de soins (Méthode Jeanne Piaubert, Stendhal, April) et de maquillages (April, Stendhal, Close) permettant ainsi de proposer des produits de qualité à tous ses clients en parfumerie sélective. Dès 2004 le Groupe a constaté de véritables divergences stratégiques entre les détaillants et les marques de parfumerie. Il a alors enclenché un second axe de développement avec l'intégration de la distribution et la constitution d'un réseau de boutiques en propre permettant de totaliser aujourd'hui plus de 370 parfumeries en Europe et en Israël (Planet Parfum, April, HC, Milady, drugstores Di).

Véritable force du Groupe Bogart, le modèle d'intégration verticale entre la parfumerie et la distribution sélective permet de construire un modèle vertueux, similaire à celui développé par LVMH avec Sephora. Il offre notamment au Groupe de meilleures marges sur ses marques en propre, une capacité de négociation avec des marques partenaires accrue, une meilleure visibilité sur ses produits et par extension de meilleures conditions d'achats auprès de partenaires distributeurs.

Le Groupe a réalisé un CA 2019 de 303,3 M€ (+84,6%) et, fort de son positionnement unique de fabricant/distributeur a vu sa marge d'EBITDA s'améliorer à 14,2%. Les synergies entre ces deux activités combinées à savoir 1/ la pénétration accrue des marques en propre au sein des boutiques du Groupe et 2/ la dynamique active de lancements produits devraient permettre à Groupe Bogart d'améliorer encore son profil de rentabilité.

Malgré l'impact à court terme de la crise du Covid-19 notamment suite aux fermetures temporaires de ses boutiques, le Groupe dispose d'une solidité financière lui permettant de traverser cette crise (dette nette estimée à fin 2020 de 18,2 M€ et PGE de 14,5 M€). Nous estimons que la valeur actuelle de la société ne reflète pas le modèle vertueux de fabricant/retailer et les perspectives d'amélioration de la rentabilité. **Nous initions la couverture à l'Achat avec un objectif de cours de 16,60 € et un potentiel de hausse de 78%.**

Achat	Potentiel	78%
Objectif de cours		16,60 €
Cours au 04/12/2020 (c)		9,34 €
Euronext Paris		
Reuters / Bloomberg	JBOG.PA / JBOG.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-14,6%	22,8%	15,0%	0,9%
Perf CAC Small	1,1%	19,3%	16,3%	7,7%

Informations boursières	
Capitalisation (M€)	146,4
Nb de titres (en millions)	15,68
Volume moyen 12 mois (titre)	5318
Extrêmes 12 mois	6,16 € 11,95 €

Actionnariat	
David Konckier	57,1%
Régine Konckier	30,9%
Flottant	12,0%

Données financières (en M€)				
au 31/12	2019	2020e	2021e	2022e
CA	303,3	225,3	292,7	301,6
var %	84,6%	-25,7%	29,9%	3,0%
EBE	43,1	34,2	45,1	48,8
% CA	14,2%	15,2%	15,4%	16,2%
ROC	10,5	2,3	13,9	18,4
% CA	3,5%	1,0%	4,8%	6,1%
RN	10,1	2,6	6,4	9,4
% CA	3,3%	1,2%	2,2%	3,1%
Bnpa (€)	0,20	-0,27	0,43	0,63
ROCE (%)	3%	1%	4%	6%
ROE (%)	10%	3%	6%	9%
Gearing (%)	20%	18%	9%	1%
Dette nette	20,1	18,2	9,0	0,7
Dividende n (€)	0,23	0,23	0,23	0,23
Yield (%)	2%	2%	2%	2%

Ratios				
	2019	2020e	2021e	2022e
VE/CA (x)	0,6	0,7	0,5	0,5
VE/EBE (x)	4,5	4,8	3,5	3,0
VE/ROC (x)	18,6	71,0	11,3	8,1
PE (x)	17,2	55,7	22,7	15,5

Analyste :
Louis-Marie de Sade
01 44 70 20 77
lmdesade@elcorp.com

Préambule

Si la situation sanitaire impacte actuellement la société impliquant une année 2020 « blanche », le modèle mis en place par Groupe Bogart autour d'une intégration verticale poussée entre les Marques et les Boutiques en propre offre un véritable levier sur les marges. Fort de ce modèle et du redressement en cours des boutiques dernièrement acquises le Groupe a selon nous toutes les cartes en main pour améliorer sa performance opérationnelle dan les années à venir.

De plus, la crise actuelle a permis à la société de lancer une renégociation globale de ses loyers et a forcé celle-ci à accélérer sa digitalisation. Deux éléments qui constituent selon nous une opportunité supplémentaire.

Contrairement à la perception du marché, Groupe Bogart n'est pas un distributeur, c'est un parfumeur qui a intégré une expertise dans la distribution afin de valoriser ses marques.

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	4
SWOT	5
UN MÉTIER HISTORIQUE DE PARFUMEUR	6
UNE EXPERTISE HISTORIQUE DANS LE DÉVELOPPEMENT DE MARQUES	7
UNE MAÎTRISE DE LA FORMULATION	11
UNE PRODUCTION INTÉGRÉE AU GROUPE	12
UNE EXPERTISE DANS LA DISTRIBUTION SÉLECTIVE	14
UNE DOUBLE ACTIVITÉ B2C ET B2B	14
UN MAILLAGE TERRITORIAL UNIQUE	14
DES PARTENAIRES EXTERNES	15
LE MARCHÉ DE LA DISTRIBUTION DE PARFUMS ET COSMÉTIQUES	16
LA FRANCE, UN ACTEUR INCONTOURNABLE DE LA PARFUMERIE ET DES COSMÉTIQUES	16
LES DÉTERMINANTS DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE	18
DES CONCURRENTS FABRICANTS ET DISTRIBUTEURS	22
DEUX PILIERS POUR UN BUSINESS MODEL GAGNANT	24
UN MODÈLE VERTUEUX	24
PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES	27
PRÉVISIONS FINANCIÈRES	27
UN CHANGEMENT DE DIMENSION QUI PORTE DÉJÀ SES FRUITS	28
POINT COVID-19	39
UNE STRATÉGIE DE LANCEMENT ET DE PILOTAGE DES COÛTS	31
VALORISATION DE GROUPE BOGART	34
VALORISATION PAR LES DCF	34
VALORISATION PAR LES COMPARABLES	36

Argumentaire d'investissement

L'intégration verticale de la chaîne de valeur, une stratégie gagnante

L'intégration verticale de la chaîne de valeur constitue le premier axe de développement, notamment autour des synergies qui en découlent entre les pôles distribution et fabrication. Depuis son entrée dans la distribution après le rachat en 2004 d'une vingtaine de boutiques en Israël, Groupe Bogart est monté en compétences ce qui lui a permis d'améliorer en permanence son modèle commercial. Grâce à l'effet d'expérience, le Groupe a considérablement augmenté le taux de pénétration (autour de 10% selon nos estimations) de ses marques en propre dans son réseau de distribution.

Le Groupe Bogart tire de nombreux avantages de part cette intégration verticale : diminution des coûts, accès privilégié aux retours clients, pouvoir de négociation plus important vis-à-vis des marques partenaires ou encore meilleure marge sur les marques propres.

Huit marques, 100% des besoins adressés

Le portefeuille de marques du Groupe permet de couvrir à 360° les besoins des consommateurs. De l'entrée de gamme (April notamment) aux produits premiums (Carven, Stendhal), les huit marques du Groupe s'adressent à un large public, allant du parfum et des cosmétiques en passant par le maquillage. Véritable atout concurrentiel, certaines marques comme les parfums Carven ont un double positionnement sélectif / niche permettant de proposer des produits à des clientèles très précises. A l'inverse, la marque de distributeur April offre un large choix de produits de beauté auprès de réseaux tiers et du réseau de boutiques en propre. Au total, le Groupe dispose de 800 références et devrait atteindre les 1122 produits fin 2021.

Offrant un catalogue de produits important, les parfums et cosmétiques du Groupe adoptent un positionnement multiple lui permettant de s'adresser à une large clientèle.

A l'écoute des évolutions du marché

Enfin, les évolutions du marché, notamment en termes de protection de l'environnement, amènent le groupe à prêter une attention particulière aux demandes des consommateurs. Grâce à l'intégration du réseau de distribution, les changements liés au comportement d'achat sont rapidement traduits sur le plan de la formulation et de la composition des produits. Allant des produits vegans en cosmétique à une formulation respectueuse de la peau pour les parfums, la gamme de produits répondant au besoin croissant de naturalité ne cesse de s'étendre.

Faisant écho au modèle vertueux cité en premier axe de développement, la capacité du Groupe Bogart à créer des produits en phase avec le marché est un véritable atout concurrentiel.

Les marques: principal levier du réseau

La pénétration des marques en propre au sein du réseau de boutiques permet de générer des marges plus importantes au niveau du Groupe et constitue le principal levier sur les marges.

Fort de l'expertise de Groupe Bogart en matière d'intégration de ses marques dans son réseau, nous estimons ainsi que ce modèle vertueux combiné avec la maîtrise actuelle des charges devraient permettre à la société de générer une croissance rentable et une amélioration de sa marge d'EBITDA de 2 points entre 2019 et 2022 passant de 14,2% à 16,2%.

La data, source de création de valeur à moyen terme

Enfin, l'exploitation de la donnée est aussi un axe de développement important qui permettra un gain de valeur à moyen terme. Les données issues des remontées des boutiques dans 5 pays différents (plus de 1 million de personnes en base) permettent de connaître finement les besoins clients et permettront à Groupe Bogart de développer plus rapidement des produits en phase avec les besoins du marché;

SWOT

Forces

- Maîtrise de l'ensemble de la chaîne de valeur
- La distribution au service des marques
- Capacité de négociation auprès des marques tiers
- Croissance externe soutenue
- Groupe familial
- Engagé dans l'élaboration de produits respectueux de la peau et de l'environnement
- Levier opérationnel sur le réseau de distribution

Faiblesses

- Stratégie omnicanale encore à développer
- Fragilité du périmètre historique avec certaines marques à redynamiser

Opportunités

- Une plus grande sensibilité aux produits naturels
- Attention croissante portée au paraître, vieillissement de la population
- Utilisation poussée de la data en interne tant sur la conception produits que sur l'optimisation de toute la chaîne
- Croissance externe
- Réseaux sociaux : connaissance plus fine des attentes des consommateurs
- Croissance des ventes en ligne
- Emergence d'une classe moyenne conséquente en Asie

Menaces

- Développement des marques enseignes
- Emergence de pure-players positionnés sur le e-commerce
- Une réglementation toujours plus contraignante
- Risque médiatique lié à la composition des produits

Un métier historique de parfumeur

Fondé en 1975, Groupe Bogart est un spécialiste de la production et de la commercialisation de produits de cosmétique et de parfumerie de luxe. Implanté dans plus de 90 pays dans le monde, la société maîtrise aujourd'hui toute la chaîne de valeur de l'idée à la distribution en passant par la formulation, la production et la création.

Chronologie des milestones importants depuis la création de l'entreprise



sources : société, EuroLand Corporate

La construction du Groupe Bogart peut se décomposer selon deux axes. Le premier dès 1975 avec la **construction d'un portefeuille** de marques selon trois méthodes : 1/ le développement en partant de 0 comme par exemple avec les parfums Bogart, 2/ la signature d'une licence d'exploitation (Chevignon) et 3/ l'acquisition d'une marque (Méthode Jeanne Piaubert ou plus récemment Carven).

Société familiale dirigée par David Konckier (PDG / 57,1% capital) et Régine Konckier (DGD / 30,9% capital), Groupe Bogart compte aujourd'hui près de 2000 collaborateurs.

Groupe fondé par les parents de l'actuel PDG, celui-ci a d'abord réalisé une première partie de sa carrière autour des parfums Façonnable dans les années 1990 avant de prendre la direction du Groupe Bogart en 1998.

Dès 2004 le Groupe a constaté une véritable divergence entre les enjeux des détaillants et des marques de parfumerie et a alors enclenché un second axe de développement avec l'intégration de la distribution et la constitution d'un réseau de boutiques en propre.

Commençant par l'acquisition d'April Cosmetics & Perfumes Chain Stores et ses 20 points de vente en Israël, la société a ensuite poursuivi son développement au travers de multiples acquisitions jusqu'au rachat en 2018 de Distriplus, leader de la distribution en Belgique, et ses 200 points de vente. Un véritable changement de dimension.

Maîtrisant à la fois la chaîne de valeur de la parfumerie, c'est aujourd'hui un Groupe ayant réalisé une parfaite intégration verticale de son modèle avec la maîtrise de la distribution sélective.

Deux facettes doivent donc être envisagées : l'une en tant qu'expert dans l'élaboration de produits de cosmétique et de parfumerie de luxe (activité Diffusion/Marques) et l'autre en tant que spécialiste de la distribution sélective (activité Boutiques).

Une expertise historique dans le développement de marques

La première activité du Groupe, historique en terme de déploiement, se concentre sur le développement des marques de la société : création, formulation et production. Totalisant un chiffre d'affaires de plus de 50 M€ en 2019, cette activité constitue l'un des deux piliers de la stratégie du Groupe Bogart.

Développement de 8 marques

Depuis le lancement de sa première marque en propre, Bogart, le Groupe s'est constitué un portefeuille complémentaire autour de 8 marques de parfums, de soins et de maquillages toutes propriétés de la société et permettant ainsi de couvrir l'ensemble des besoins de ses clients.

La division *parfums* est constituée de 5 marques avec Bogart (numéro 1 en % de chiffre d'affaires), Carven (2), Ted Lapidus (3), Close ou encore Chevignon (Licence de longue date).

La division *cosmétiques* est constituée quant à elle de 3 marques avec Méthode Jeanne Piaubert, Stendhal et April.

Enfin, le Groupe exploite la *marque Ted Lapidus* par le biais de collaboration et de contrats de licences dans les domaines du prêt à porter, de l'horlogerie, de la parfumerie et de la maroquinerie (1,2 M€ de redevance en 2019).



8 marques prestigieuses



Ted Lapidus

Marque sélective, présente notamment en Amérique Latine, Europe, Moyen Orient

Valeurs : sensualité, simplicité, qualité, naturalité



Carven

Mythique maison de luxe, ADN fort, homme/femme

Valeurs : élégance, féminité, simplicité



Jacques Bogart

Marque historique du Groupe, univers 100% masculin

Valeurs : virilité, force de caractère, élégance



Chevignon

1^{er} parfum en 1991, nombreux lancements en adéquation avec l'image de la marque

Valeurs : rêve américain, authenticité, qualité



Méthode Jeanne Piaubert

Depuis 1928, méthode unique de rajeunissement et de remodelage du visage et du corps

Plus de 80 produits



Stendhal

Depuis 1946, création de soins, maquillage et parfums

Valeurs : luxe, exclusivité, élégance à la française



April

MDD, produits accessibles pour le bain, soin de visage, maquillage, accessoires

Made in France



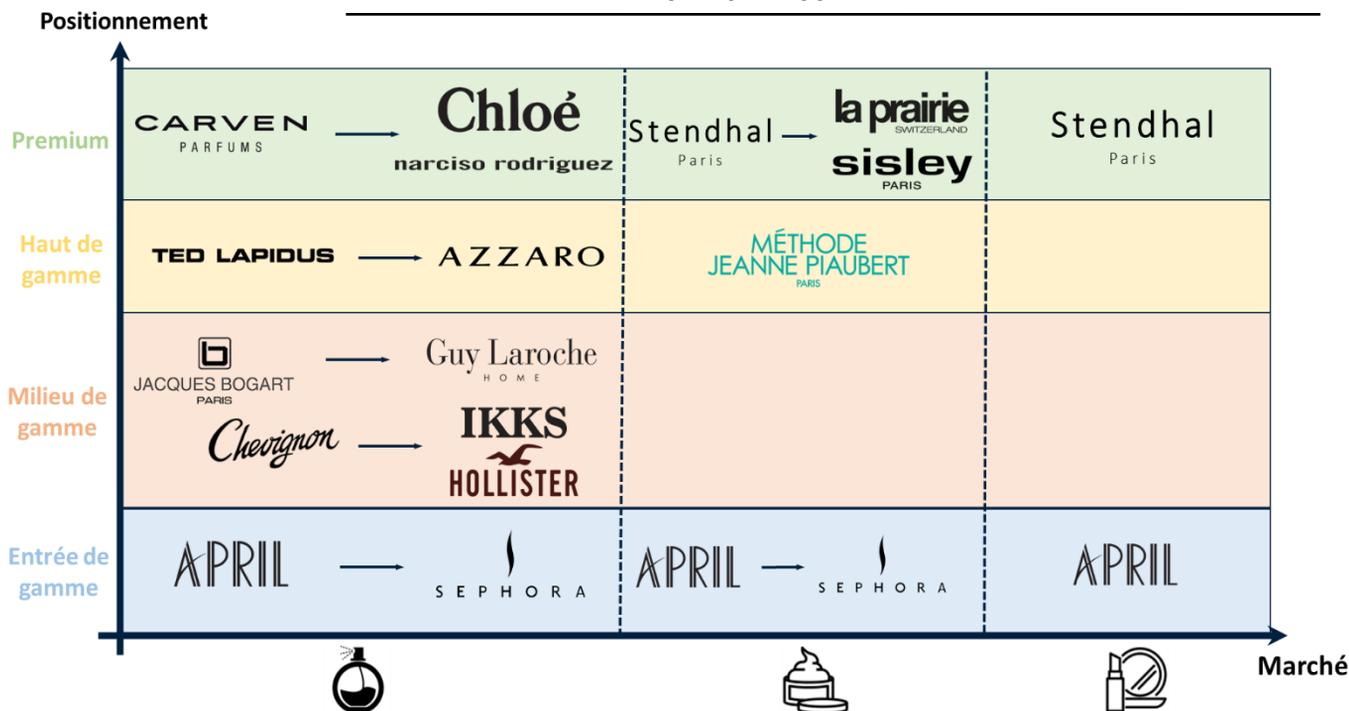
Close

Marque naturelle de make up pro, vegan, se veut proche des passionnées de beauté et développe des produits autour d'un luxe accessible



Présent sur les trois segments d'activité que sont les parfums, les cosmétiques et le maquillage, Groupe Bogart dispose d'un important catalogue de marques en propre lui permettant de couvrir à 360° les demandes des clients.

Positionnement des marques par rapport à ces concurrents



sources : société, EuroLand Corporate

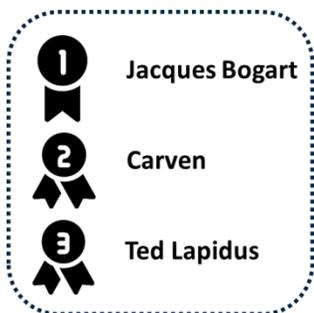
La parfumerie

Le portefeuille de marques en parfumerie est le plus fourni du Groupe, allant d'un positionnement très sélectif à un positionnement d'entrée de gamme. Les marques sélectives du groupe rassemblent Carven, dont la particularité est de proposer également des produits à des clientèles premium, ainsi que Ted Lapidus et ses parfums plus accessibles. Au niveau de la concurrence, seulement les marques véritablement sélectives disposent de ce double positionnement sélectif / niche, mais nous pouvons néanmoins citer plusieurs concurrents comme Chloé, Narciso Rodriguez ou encore Kenzo.

En poursuivant dans notre échelle de positionnement, nous trouvons les parfums Jacques Bogart, très présents à l'export, et les parfums « life style » de Chevignon. S'adressant à un public plus large tout en restant relativement sélectifs, ces deux derniers font face à une concurrence plus soutenue telles que Guy Larroche pour Bogart ou encore IKKS et Hollister pour Chevignon. Pour finir, l'entrée de gamme du Groupe se traduit par les parfums de la marque de distributeur April, équivalent de la MDD de Sephora, dont la particularité est d'être référencée auprès de réseaux tiers, aussi bien de masse que sélectif.

Les cosmétiques et le maquillage

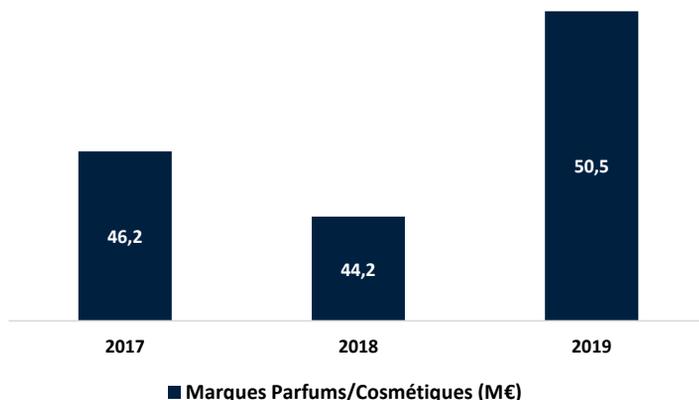
Contrairement au segment historique de la parfumerie, le segment des cosmétiques et du maquillage est plus recentré en terme de marques, mais il dispose néanmoins d'un vaste marché en termes de clientèle visée. Les produits premiums et hauts de gamme sont représentés par Stendhal concernant les cosmétiques et le maquillage, et Jeanne Piaubert pour les cosmétiques plus abordables. A noter que Stendhal est en cours de refonte afin de moderniser l'expérience client. L'entrée de gamme est, là encore, représentée par la MDD April.



Les marques de parfums essentielles au groupe

L'axe de la parfumerie est le segment le plus important du groupe en termes de revenus générés. Les parfums Jacques Bogart tiennent le haut du pavé grâce à leur forte exposition à l'international et à des best-sellers implantés durablement dans le marché. Les parfums Carven arrivent en deuxième position en termes de revenus générés suite à leur succès dans le réseau retail propre du groupe. Suivent enfin les parfums Ted Lapidus, également appréciés à l'international.

Evolution du chiffre d'affaires des Marques



sources : société, EuroLand Corporate

Groupe Bogart a développé un portefeuille de marques complémentaires permettant d'adresser à un large public des produits plus ou moins sélectifs à travers plusieurs segments. Davantage concurrencée sur les terrains milieu et entrée de gamme, la société tire néanmoins son épingle du jeu en proposant des marques de parfums ayant un positionnement double sélectif / niche auprès de ses consommateurs.

Une maîtrise de la formulation

Avec plus de 120 formules travaillées en 2019, 50 actifs étudiés et 28 lancements de parfum, crème et cosmétique, le Groupe Bogart a fait de la formulation un maillon important de sa chaîne de valeur.

Possédant son propre laboratoire de R&D, le Groupe apporte une attention particulière aux formules et à leur composition. Plusieurs chantiers sont actuellement en cours afin de suivre les évolutions du marché et les demandes des consommateurs (traçabilité, qualité, respect de la peau et de l'environnement, ...). A ce titre la société ambitionne de lancer dès 2021 **uniquement des produits vegans, composés à plus de 90% d'ingrédients d'origine naturelle**. De la même manière, un vaste projet nommé CLEAN a été lancé en 2018 afin de proposer une nouvelle charte de formulation suivant un principe de prudence qui va au-delà de ce qu'impose la législation européenne et ce pour l'intégralité des marques du Groupe.

Objectifs du Groupe Bogart concernant la formulation



Reformulation de l'intégralité des jus
du Groupe à l'horizon 2025 pour
substituer les phtalates



Lancement dès 2021 de soins uniquement
vegans, composés à plus de 90%
d'ingrédients d'origine naturelle



Réduction du packaging, utilisation de
matériaux écoconçus, développement
de produits rechargeables

sources : société, EuroLand Corporate

Concernant les **cosmétiques**, le Groupe Bogart formule désormais des soins vegans, avec moins de filtres UV et de colorants, mais aussi avec un maximum d'ingrédients d'origine naturelle (objectif composition à 90%) et biologiques. En 2019, 63% des soins lancés par le Groupe sont vegans.

Plus spécifiquement dans la **parfumerie**, le Groupe s'engage pour une formulation plus respectueuse de la peau et a pour objectif de substituer les phtalates dans les jus à l'horizon 2025.

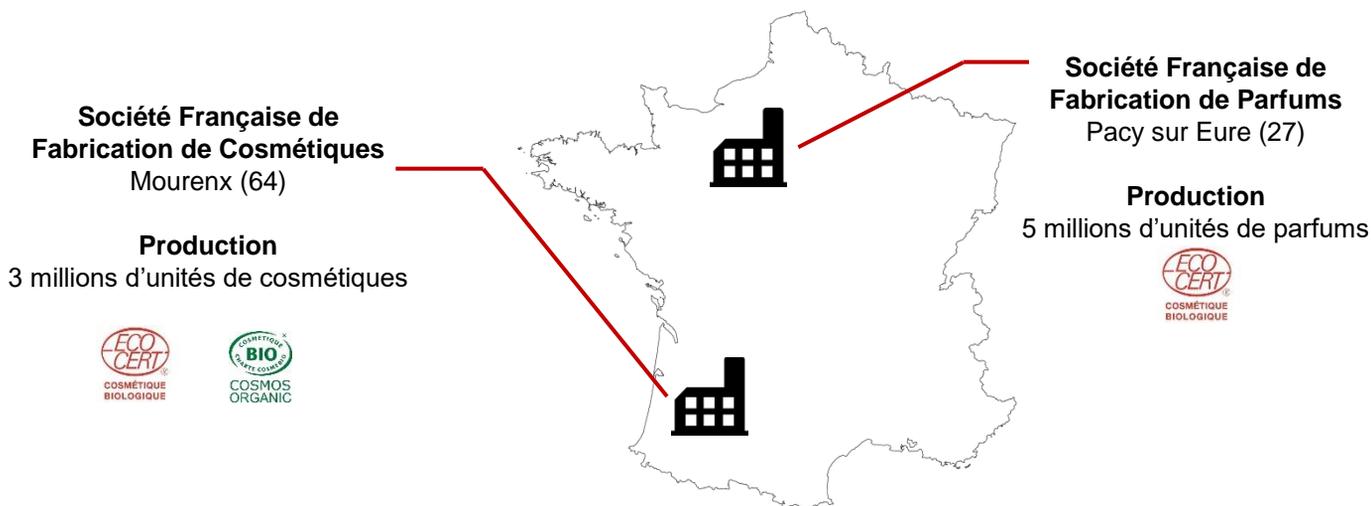
Enfin, concernant les **packagings**, le Groupe déploie actuellement une démarche d'éco-conception afin de limiter le risque de pollution liée aux déchets issus de la consommation des produits de beauté. 3 leviers sont envisagés avec 1/ la réduction du nombre et du poids des packagings , 2/ la suppression dans certains produits des notices (objectif de suppression totale de toutes les notices en 2023) et 3/ le développement de produits rechargeables. Enfin la société souhaite privilégier des matériaux éco-conçus ou gérés durablement afin d'atteindre un objectif qui est celui d'utiliser à l'horizon 2025 uniquement des cartons issus de forêts éco-gérées et du plastique recyclé pour toutes les cales des coffrets de parfum.

Cette stratégie ambitieuse de contrôle et d'amélioration des composés des formules et des éléments de packaging permet au Groupe de se rapprocher de ses consommateurs (volonté de comprendre ce qu'ils appliquent sur leurs peaux, besoin d'une meilleure traçabilité et d'acheter des marques qui s'engagent), de réduire l'impact écologique des formules et de réduire les risques d'allergie. Enfin, cette stratégie permet de se prémunir des risques médiatiques liés aux ingrédients controversés et à des reformulations réglementaires, dévastateurs pour l'image d'une marque et par extension pour ses ventes.

Une production intégrée au Groupe

Troisième élément important de la chaîne de valeur du Groupe, l'intégration complète de la production en France par le biais de deux usines.

Deux sites de production complémentaires



sources : société, EuroLand Corporate

Véritable force du Groupe, celui-ci peut compter sur ses deux usines françaises pour fabriquer ses parfums et ses cosmétiques.

- Le site **SFFC** (cosmétiques) de Moux (64) est en charge de la **formulation** des **produits de beauté** et de la **production** pour les marques du Groupe. Certifiée Ecocert et Cosmos Organic, l'usine produit plus de 3 millions d'unités par an.
- Le site **SFFP** (parfumerie) de Pacy sur Eure est, quant à lui, en charge de la **production** des **parfums** ainsi que de la **logistique de distribution** du Groupe. Certifiée Ecocert, l'usine produit plus de 5 millions d'unités par an.

Si le Groupe est aujourd'hui capable d'assurer la production pour ses propres marques, il est intéressant de noter que celui-ci produit aussi pour le compte de tierces marques en tant que façonnier. 22% des volumes produits le sont ainsi pour d'autres marques.

Cette capacité de production interne constitue un véritable atout pour le Groupe Bogart lui permettant 1/ de maîtriser l'élaboration et la fabrication de ses propres produits, 2/ d'adapter les formules rapidement, 3/ de concevoir des produits en phase avec les attentes du marché de manière agile et 4/ flexibiliser sa production en fonction des évolutions du marché (notamment en période de crise sanitaire).

Une expertise dans la distribution sélective

Second pilier du Groupe, son solide réseau de distribution à l'international constitue un avantage certain sur ses concurrents. Construit dès 2004 avec le rachat successif de réseaux de boutiques, il est aujourd'hui un maillon indispensable du modèle économique du Groupe.

Une double activité B2C et B2B

Groupe Bogart déploie une double activité : B2C avec la vente en ligne directe à ses clients via les sites eshop de ses marques telles que Méthode Jeanne-Piaubert, Stendhal ou encore Carven. B2B au travers de la vente auprès 1/ des retailers pour un modèle de distribution *Direct-to-retail*, 2/ les distributeurs, intermédiaires revendant directement les produits aux retailers et 3/ le réseau de retailers du Groupe.

Un maillage territorial unique

Dès 2004 le Groupe a commencé à constituer son maillage territorial en Europe et en Israël au travers du rachat de différents réseaux de boutiques. Plusieurs dates clefs sont à retenir :

2004 le rachat de la société April Cosmetics & Perfumes Chain Stores Ltd, société de distribution de détail de parfums et de cosmétiques en Israël ;

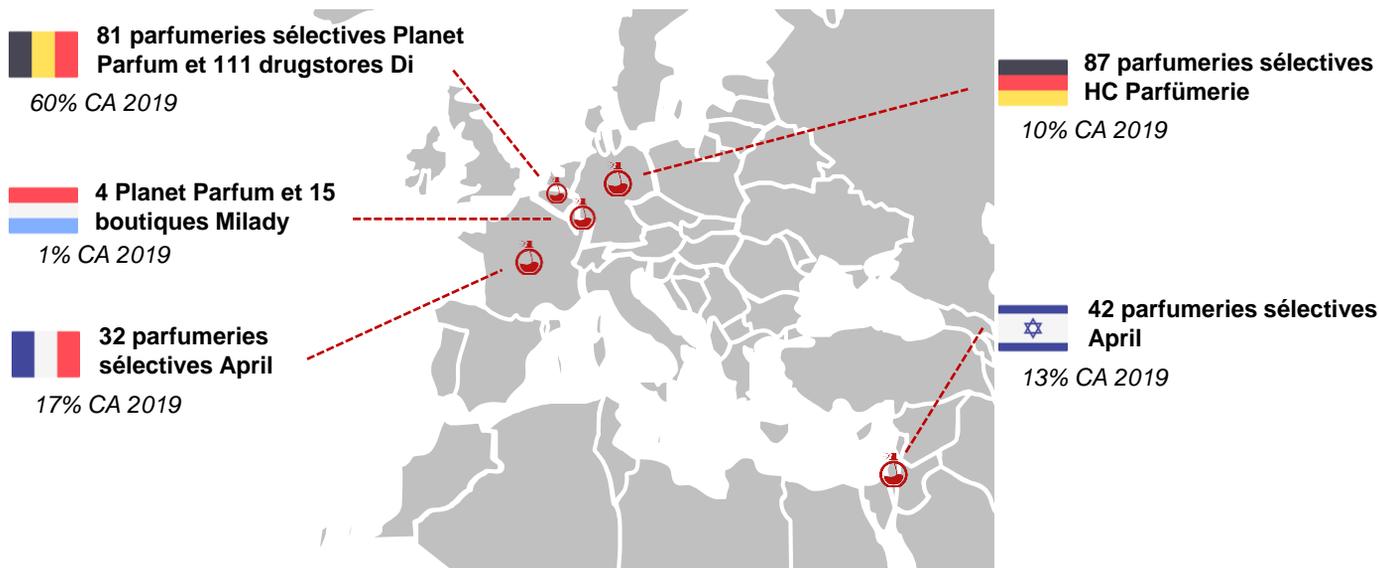
2015 l'acquisition de 23 parfumeries par la société April SA (filiale) ;

2016 rachat des points de vente de HC Parfümerie, distributeur majeur en Allemagne disposant d'un réseau de 87 boutiques ;

2018 l'acquisition de Distriplus (enseignes Di et Planet Parfums), 2^{ème} acteur de la distribution de parfums et de cosmétiques en Belgique apportant ainsi 200 magasins supplémentaires (Belgique et Luxembourg).

Suite à cette dernière acquisition le Groupe Bogart change de dimension puisque celle-ci lui apporte une contribution d'environ 180 M€ de CA supplémentaires ainsi qu'une véritable force de frappe dans son réseau de distribution. A noter que cette opération s'est faite sur une base "cash free / dette free » pour un montant non communiqué.

Maillage géographique majoritairement européen



sources : société, EuroLand Corporate

La très forte présence du Groupe en Belgique depuis le rachat de Distriplus lui permet de réaliser aujourd'hui 60% de son chiffre d'affaires sur cette géographie. S'en suivent la France et Israël avec le réseau de parfumeries sélectives April pour une exposition respectivement à hauteur de 17% et de 13% de son CA. Enfin, l'Allemagne et ses 87 boutiques issues du rachat de HC Parfümerie permettant de totaliser 10% du CA du Groupe Bogart.

Au global ce réseau de plus de 372 parfumeries sélectives et drugstores répartis sur 5 territoires constitue l'une des principales forces du Groupe, lui permettant de commercialiser ses propres marques et celles de ses partenaires.

Des partenaires externes

En parallèle de ce réseau de distribution en propre, le Groupe dispose d'un solide réseau de distributeurs partenaires lui permettant une présence additionnelle dans plus de 8000 points de vente dans 90 pays du globe. Ce maillage mondial permet ainsi à la société de réaliser 92% de ses ventes sell-in (auprès des distributeurs) à l'export.

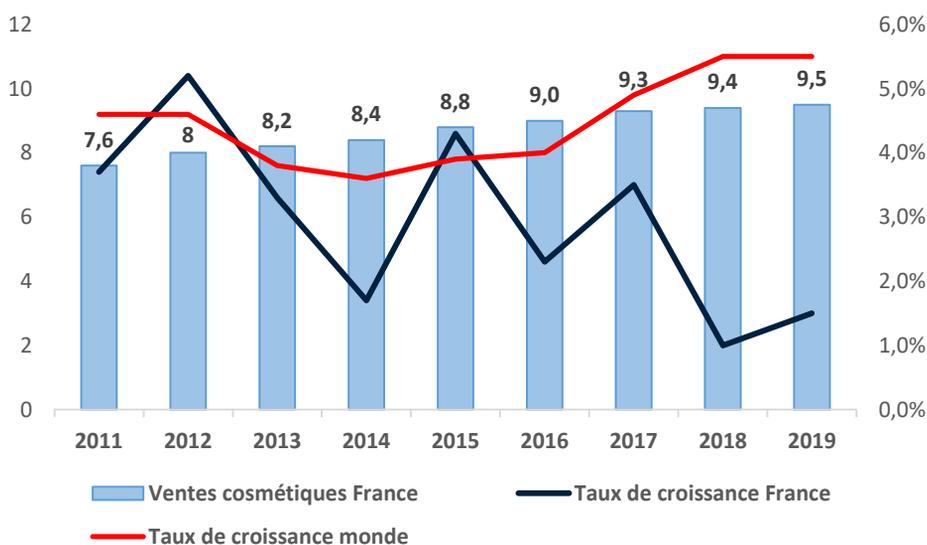
Le marché de la distribution de parfums et de cosmétiques

La France, un acteur incontournable de la parfumerie et des cosmétiques

Un marché français tourné vers l'international

La cosmétique française, leader mondial du secteur, est en mouvement permanent et doit s'adapter aux évolutions des comportements des consommateurs. Porté par une demande extérieure soutenue, notamment en provenance d'Asie et d'Amérique du Nord, le secteur fait face à la modification des goûts, des mentalités et au refus des produits chimiques. Davantage que des menaces, ces changements constituent pour les acteurs du secteur de nouvelles opportunités.

Evolution des ventes de cosmétiques en France



sources : INSEE, Xerfi, EuroLand Corporate

Les ventes de parfums et cosmétiques en France en 2019 ont représenté 9,5 Mds€, soit une hausse de 1,5% des ventes par rapport à 2018. La distribution des produits de beauté en France est dominée par les parfumeries sélectives, dont les grands magasins, avec 45% du marché en valeur. Suivi des pharmacies et parapharmacies (15%), des grandes surfaces alimentaires (14%), des marques-enseignes de beauté (14%) et autres (12%). L'arrivée de pure-players de la vente en ligne fait de plus en plus concurrence à la distribution physique, grâce à leur positionnement différenciant : profondeur du catalogue, services performants (livraison...), ventes privées. Selon L'Oréal, la part du e-commerce dans les ventes de cosmétiques au niveau mondial a atteint 14% en 2018. Le marché français des produits de beauté croît cependant moins vite que l'ensemble du marché mondial.

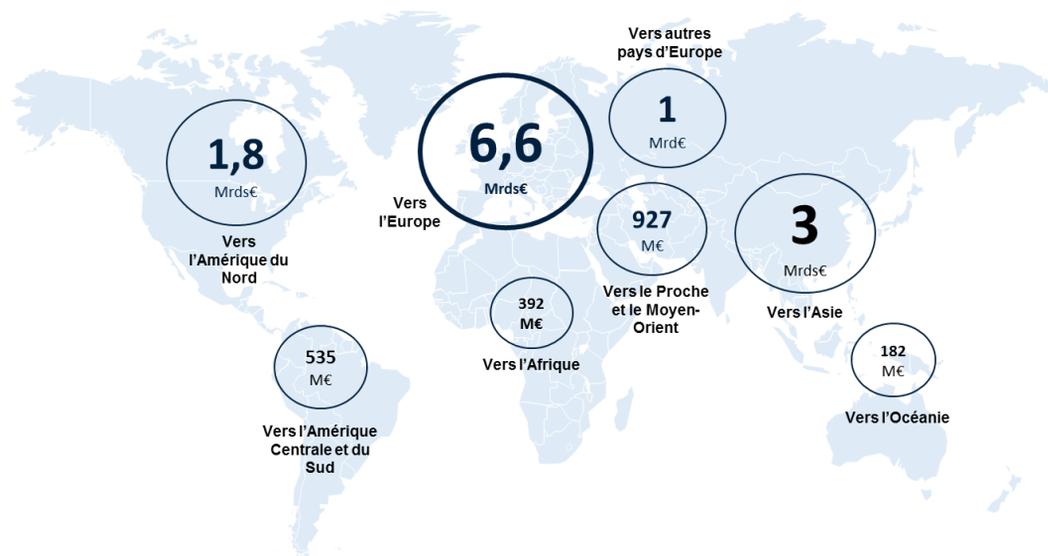
Le taux de croissance annuel moyen du marché français des parfums et cosmétiques depuis 2011 plafonne à 2,8% tandis que le marché mondial a augmenté de 4,4% en moyenne sur la même période. Cette différence repose en partie sur l'évolution sociodémographique des pays asiatiques. L'émergence d'une classe moyenne de plus en plus imposante, 41% (source : Statista) de cette catégorie en 2030 proviendra d'Asie, mêlée à une urbanisation croissante qui renforce la demande de produits de beauté dans la région. La France reste néanmoins le leader mondial de la production de parfums et de cosmétiques.

Leader européen dans la production de parfums et cosmétiques

La France a su se positionner comme leader incontesté dans la production de produits de beauté. L'hexagone dispose d'un véritable tissu d'entreprises de tailles variées et réunis à 95% au sein du pôle de compétitivité Cosmetic Valley. Le secteur est composé à hauteur de 82% de PME et TPE, 5 % d'ETI et 13% de grands groupes, représentant 164 000 emplois directs pour la filière et près de 24 Mrds€ de chiffre d'affaires en 2018. La France compte les plus grands noms de la beauté, à savoir L'Oréal, le numéro un mondial, et les géants du luxe Chanel et LVMH. Le soutien à la fabrication de cosmétiques françaises provient en partie d'une hausse de la demande venant d'Asie et d'Amérique du Nord, mais aussi des changements de comportements des consommateurs.

D'avantage portés par la qualité des ingrédients et leur impact sur l'environnement, les consommateurs appellent à une plus grande naturalité des produits. Profitant de ce phénomène, le segment français de la cosmétique bio et naturelle a vu son chiffre d'affaires 2018 croître de 19% à 757 M€ représentant 6,4% du total des cosmétiques.

La France, premier exportateur mondial de parfums et cosmétiques



En raison d'une demande de plus en plus importante, en particulier venant des continents asiatique et nord-américain, les exportations mondiales de parfums et cosmétiques ont fortement progressé ces dernières années jusqu'à doubler, passant de 57 Mds€ en 2010 à 110 Mrds€ en 2018 (source : Intracen). La France occupe la première place des pays exportateurs de cosmétiques en comptabilisant 11,4% des flux en 2018, suivi des Etats-Unis et de l'Allemagne. De même, la France tient le haut du podium en ce qui concerne les exportations de parfums. L'hexagone a exporté en 2019 pour 4,8 Mrds€ de produits, contre 2 Mrds€ pour l'Espagne et 1,9 Mds€ pour l'Allemagne. Les régions importatrices de produits de beauté français qui ont connu les plus fortes progressions sont l'Asie (+25%) et l'Amérique du Nord (+19%) (source : FEBEA).

Les déterminants de l'offre et de la demande

Attention croissante portée à l'image et à l'apparence

Le marché des produits de beauté est poussé par l'importance croissante qu'accordent les consommateurs à leur apparence. Le rythme de vie moderne avec le stress ou encore la pollution des villes et les maladies de la peau associées sont parmi les facteurs ayant potentiellement un impact sur la demande des ménages en parfums et cosmétiques. Les hommes font partis de la catégorie de population dont ce phénomène est le plus prégnant. La clientèle masculine se tourne en effet davantage sur les produits d'hygiène, conduisant les marques à multiplier les gammes de soins spécifiques. La massification des réseaux sociaux invitent également les utilisateurs à se préoccuper de leur apparence et à acheter des cosmétiques.



Boom démographique : vieillissement de la population et arrivée des millenials

La demande en produits de beauté est stimulée en partie par deux phénomènes démographiques complémentaires : le vieillissement de la population et l'arrivée des millenials sur le marché du travail. Bien que les personnes âgées disposent de plus faibles moyens que la population active, ils dépensent davantage dans les produits associés à la santé et au bien-être. Les perspectives de croissance sur ce segment sont donc encourageantes.



D'autre part, les adolescents et les millenials réservent une part croissante de leur argent de poche et de leur budget dans les cosmétiques, mais non sans de nouvelles exigences. L'augmentation des préoccupations liées au paraître incite les adolescents à dépenser davantage dans les produits de beauté, de même que les millenials, arrivant sur le marché du travail et disposant d'un revenu, sont à la recherche de produits sains et respectueux de la nature. Très connectée et informée, cette tranche de la population se préoccupe de plus en plus de sa santé ainsi que de l'environnement, incitant les marques à innover et à proposer de nouveaux produits prenant en compte ces exigences.

Vigilance accrue envers la naturalité des produits



La montée des préoccupations environnementales et sanitaires se reflète sur la demande de parfums et de cosmétiques. De plus en plus de produits sont aujourd'hui analysés par les consommateurs sous le prisme de leur impact écologique et au niveau de la santé. Ces nouvelles exigences en termes de neutralité entraînent la naissance de mouvements anti-produits chimiques tels que le Plastic bashing. Selon une étude Teads réalisée en 2019 au niveau mondial, 27% des femmes affirment adopter une attitude éco-responsable face au choix de cosmétiques. Davantage portée par les adolescents et les millenials, cette tendance affecte toute l'industrie de la beauté en offrant de nombreuses opportunités. Les entreprises peuvent proposer des produits plus chers car perçus comme à forte valeur ajoutée. Portées par ce segment en croissance, les marques investissent considérablement afin de répondre à la demande.

Une demande motivée par l'innovation

Innovations environnementales



Le caractère très changeant du marché des parfums et des cosmétiques pousse les acteurs à innover constamment dans l'optique de proposer des produits en phase avec les attentes des consommateurs. Les acteurs se sont emparés des préoccupations environnementales et sanitaires ressenties par les consommateurs en modifiant les packaging (matériaux recyclés notamment) et la formulation des produits. Dans son intention de répondre aux évolutions du marché, Jacques Bogart a pour projet de lancer en 2021 des produits vegan, composés à plus de 90% d'ingrédients d'origine naturelle, et de généraliser l'usage de plastique recyclé pour tous les coffrets de parfum d'ici 2025.

Innovations technologiques

L'innovation dans le secteur des produits de beauté passe également par les nouvelles technologies. Le numérique offre aux acteurs de nouvelles opportunités en termes de communication, de marketing et de distribution. Les réseaux sociaux prennent ici une place prépondérante, tant par la quantité des données récoltées que par l'audience. L'accès aux données collectées permet d'affiner plus efficacement le ciblage en proposant des produits plus adaptés.

D'autre part, la distribution se voit elle aussi transformée avec l'essor du e-commerce. Selon L'Oréal, la croissance mondiale des ventes de cosmétiques en ligne a augmenté de 25% en 2018. Véritable relais de croissance, les acteurs proposent dorénavant la possibilité d'acheter en ligne ce qui, en plus d'élargir leur base clientèle, leur ont permis de maintenir leurs activités pendant les périodes de confinement en 2020.



L'essor du Travel Retail

Les touristes comptent pour une part importante des ventes de parfums et de cosmétiques, en particulier pour les parfumeries sélectives (environ 20%). La France surfe sur son image et son savoir-faire dans le luxe pour attirer un nombre croissant d'étrangers. Ces derniers constituent une clientèle considérable pour les parfumeries et les grands magasins jusqu'à représenter près de 1 cosmétique sur 5 vendus dans l'hexagone.

La part du tourisme dans les ventes de produits de beauté devrait continuer son augmentation grâce à l'essor du travel retail. Le doublement estimé du trafic aérien d'ici 20 ans, tiré par la hausse des voyageurs asiatiques, incite les aéroports français à étendre leur surface commerciale contribuant ainsi à accroître le CA du travel retail. Alors que les parfums et les cosmétiques représentent plus du tiers des ventes en valeur du travel retail, les enseignes spécialisées et les marques s'adaptent en renforçant leur présence dans les centres commerciaux des principaux aéroports français.

A noter que le contexte actuel de crise sanitaire a freiné cet essor. Les tendances à moyen-terme ne sont en revanche pas remises en question.

Les déterminants de l'offre et de la demande

Renforcement du maillage territorial

Les acteurs de la distribution de parfums et de cosmétiques cherchent en permanence à étendre leur réseau commercial afin de gagner des parts de marché :

- Les distributeurs spécialisés (Jacques Bogart, Séphora, Nocibé...) développent leur maillage territorial en faisant l'acquisition de réseaux existants ou en ouvrant de nouveaux points de vente. Jacques Bogart rachète par exemple depuis 2004 des réseaux de boutiques nationaux afin de constituer un maillage en Europe (Allemagne, Belgique, France, Luxembourg) et en Israël et compte poursuivre sa croissance externe.
- Les marques quant à elles commencent à ouvrir leurs propres points de vente. Encore marginal, ce modèle connaît une accélération ces dernières années puisqu'il permet aux marques de diminuer leur dépendance vis-à-vis de la parfumerie sélective et d'affiner la connaissance de leurs clients.
- Les enseignes de la grande distribution alimentaire investissent également le segment de la parfumerie sélective via le déploiement d'enseignes spécialisées. Casino s'est par exemple associé à L'Oréal en 2018 pour lancer une nouvelle enseigne de la beauté, Le drugstore parisien. D'autres sont présentes depuis plusieurs années à l'image de E. Leclerc et de sa marque Heure Pour Soi, créée en 1998 et constituée d'un réseau de 122 boutiques.

Amélioration de l'expérience client

Dans un marché fortement concurrentiel, les acteurs de la distribution de produits de beauté sont à pied d'œuvre pour tenter de se différencier et de stimuler la fréquentation de leurs points de vente. Cette volonté de différenciation passe par l'amélioration constante de l'expérience d'achat. A savoir l'évolution de l'offre produit en proposant par exemple des marques plus accessibles et un panel plus garni de produits éco-responsables et bio. Les opérateurs proposent également de nouveaux services en utilisant les outils digitaux : mise en place de solutions de paiement en libre-service ou encore des logiciels de reconnaissance faciale pour tester les cosmétiques de manière digitale.

Développement d'une offre de marques propres

Les distributeurs développent depuis plusieurs années un catalogue de plus en plus fourni de marques de distributeur (MDD). Se sont en majorité les enseignes de parfumeries sélectives disposant d'un réseau de points de vente bien établi qui ont la capacité d'ajouter dans leur rayon des produits en marque propre. Cette tendance consiste à sous-traiter la conception et la fabrication de fragrances à des spécialistes ou, à l'instar de Jacques Bogart, de développer en interne de nouveaux produits pour ensuite les introduire dans son réseau de distribution.

Le développement d'une offre en marque propre constitue de réels avantages pour les distributeurs de parfums et cosmétiques. D'une part, les MDD permettent d'attirer une clientèle plus large en développant des produits moins chers et en ciblant des segments clientèles particuliers, comme les jeunes et les millenials. D'autre part, l'élargissement de l'offre en marque propre stimule la fidélisation et la fréquentation en magasin en favorisant les achats d'impulsions. Enfin, l'ajout de MDD dans le réseau des distributeurs réduit la dépendance aux grandes marques tout en améliorant leurs marges. Etant donné le nombre plus important de produits proposés en magasin, le pouvoir de négociation des distributeurs envers les grandes marques joue en la faveur des premiers.

Le marché des cosmétiques et des parfums est en perpétuel mouvement, autant sur le plan technologique, sociologique que démographique. Ces changements impactent directement l'ensemble des acteurs de la filière, aussi bien au niveau de la fabrication qu'au niveau de la distribution. L'arrivée des nouvelles générations et l'avènement du digital amènent les acteurs à s'adapter en permanence.

Des concurrents fabricants et distributeurs

Plusieurs concurrents reconnus évoluent dans l'éco-système de Groupe Bogart tant sur l'activité de fabrication de produits que sur celle de distribution.

Fabricants

Interparfums

Le groupe français pilote dans son intégralité le cycle de création du parfum, de sa création jusqu'à sa distribution en France et à l'International depuis 1982. Interparfums compte un portefeuille de marques constitué en grande majorité de licences dont Boucheron, Coach, Mont Blanc ou encore Karl Lagerfeld. En ce qui concerne la production, le groupe a choisi de sous-traiter l'intégralité du processus de fabrication. Interparfums a enregistré en 2019 un CA de 484,3 M€

Shiseido

Fondée en 1872, la société japonaise est engagée dans la production et la vente de cosmétiques pour femmes et hommes. A travers ses principales marques Shiseido, Clés de Peau beauté, Elixir, Auprès, Urara, Tsubaki, Za et Narciso Rodriguez, le groupe opère sur les continents américain, européen et asiatique avec toutefois une présence dans les aéroports (travel retail). En 2019, le groupe a enregistré un CA de 9,3 Mds€.

Coty

Créée en 1905, Coty est une multinationale américaine qui produit, développe et commercialise des produits de beauté à travers plus de 150 pays. Le groupe se positionne sur plusieurs segments grâce à la diversité de ses marques en propre et de ses licences. Le groupe possède 27 marques en propre pour 26 licences ce qui lui permet de proposer des produits de beauté au grand public ainsi qu'à une clientèle premium et professionnelle. Coty a publié un CA 2020 de 4,3 Mds€.

Distributeurs

Marionnaud

Fondé en 1984 et repris en 2005 par le Hongkongais Hutchison Whampoa, le groupe Marionnaud est devenu l'un des leaders de la distribution de produits de beauté. Grâce aux acquisitions successives à la fin des années 90 d'enseignes comme Kléber, Votre beauté ou encore Marie Bernard, le réseau Marionnaud s'est considérablement développé et représente aujourd'hui plus de 1 000 points de ventes à travers 11 pays européens dont 479 boutiques en France. Le groupe a lui aussi lancé sa propre marque en 2008. Marionnaud a publié un CA 2018 de 579,2 M€.

interparfums

SHISEIDO

COTY
BEAUTY, LIBERATED

Marionnaud
PARIS

The logo for NOCIBÉ, featuring the brand name in a bold, sans-serif font with a red accent over the 'É'.

Nocibé

Créée en 1984, l'enseigne Nocibé est devenu le premier acteur en parfumerie sélective en termes de boutiques sur le sol national. Après le rachat de l'enseigne par le groupe allemand Douglas, les points de ventes du groupe en France sont passés sous le giron Nocibé représentant aujourd'hui 580 boutiques. L'enseigne dispose d'une offre de 200 marques, d'une gamme de 14 000 références et propose depuis 2012 sa propre marque. Nocibé a enregistré un CA 2018/2019 de 767 M€.

Un modèle similaire à celui du Groupe Bogart

Sephora

The logo for SEPHORA, featuring a stylized black 'S' shape above the brand name in a bold, sans-serif font.

Fort de ses 2 600 boutiques à l'international dont 319 en France, Séphora est le plus important distributeur de cosmétiques et parfums dans l'hexagone. Lancée en 1969, l'enseigne a été rachetée par le groupe LVMH en 1997 lui octroyant d'importants moyens. A l'image de Jacques Bogart, Sephora a créé en 1994 sa propre marque éponyme qui se compose aujourd'hui de plus de 1 400 références et distribue les parfums et cosmétiques produits par le groupe. En 2019, Sephora a enregistré un CA de 1,7 Mds€.

Le marché des cosmétiques et des parfums est très concentré, en particulier concernant la distribution dont les trois acteurs cités plus haut occupent une place prépondérante. Le Groupe Bogart se démarque de ses concurrents en étant l'un des seuls à être présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur.

Deux piliers pour un business model gagnant

Les deux piliers développés par le Groupe Bogart autour 1/ de la parfumerie, métier historique de la société (CA 2019 de 50 M€) et 2/ de la distribution sélective (CA 2019 de 273 M€) dépassent de loin la simple intégration verticale et constituent toute la force de la société.

Constatant qu'il y avait une véritable divergence entre les enjeux des retailers et la stratégie des acteurs de la parfumerie ainsi qu'un véritable déséquilibre entre les rapports de force entre ces deux typologies d'acteurs de la chaîne de valeur, le Groupe Bogart a décidé dès 2004 d'intégrer la distribution avec le rachat d'une vingtaine de boutiques en Israël.

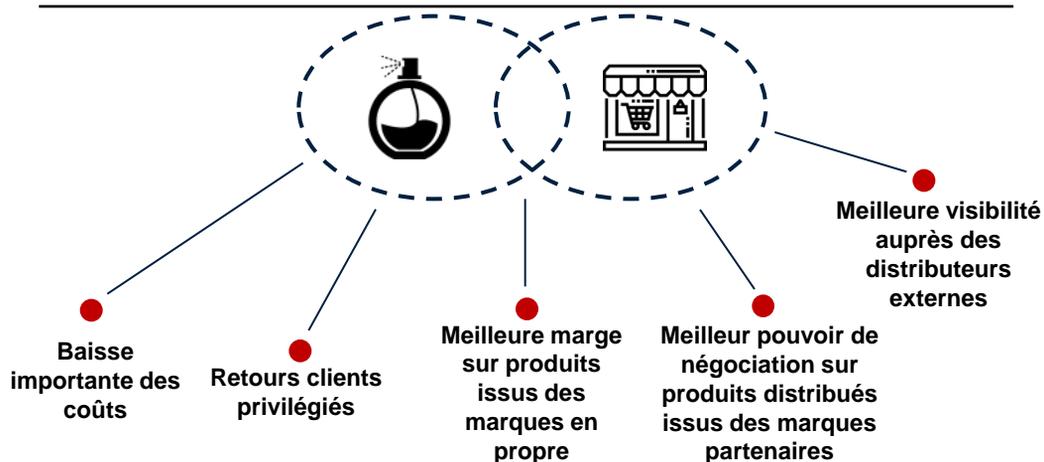
Le premier objectif de la société fut alors d'intégrer les marques du Groupe progressivement au catalogue de chacune de ses boutiques. Afin de mener à bien cela la société a dû largement monter en compétences, former progressivement ses équipes de vente sur site et définir un nouveau modèle commercial pour la société.

Alors qu'il a fallu plus d'une dizaine d'années pour réaliser 15% du CA de ses boutiques israélienne avec ses propres marques, l'expérience accumulée au fur et à mesure des rachats a permis au Groupe d'améliorer ce modèle d'intégration jusqu'à arriver à atteindre aujourd'hui la barre des 10% de CA en moins de 2 ans.

Un modèle vertueux

Eprouvé à une plus grande échelle par LVMH et sa stratégie de développement avec le réseau Sephora, ce modèle articulé autour de deux piliers que sont le développement de marques en propre et l'intégration d'un réseau de distribution permet au Groupe de tirer parti de 5 avantages :

Un modèle vertueux d'intégration de la chaîne de valeur



Baisse importante des coûts

Le premier avantage que tire le Groupe de sa stratégie d'intégration verticale est la forte diminution des coûts. En contrôlant la production jusqu'à la distribution en passant par la fabrication, le Groupe Bogart est devenu son propre fournisseur. Contrairement à la plupart des marques enseignes et de certains réseaux de distribution, les parfums du Groupe Bogart sont fabriqués dans ses propres laboratoires situés en France. Le nombre d'intermédiaires est réduit à son minimum, diminuant par la même occasion les coûts associés à chaque étape de la chaîne de valeur.

Meilleure marge sur produits issus des marques en propre

Le deuxième avantage du modèle développé par le Groupe Bogart est de pouvoir générer une meilleure marge en commercialisant directement ses produits dans son propre réseau de boutiques. A noter que la société considère que dans 90% des cas, une boutique arrivant à générer 10% de son CA via des ventes des produits du Groupe est considérée comme étant rentable. Les 10% toujours déficitaires malgré l'atteinte de ce seuil des 10% ont vocation à fermer.

Meilleur pouvoir de négociation

Le troisième avantage du modèle est la capacité à mieux négocier avec les autres marques de parfums et cosmétiques. En effet, lors de l'intégration de ses marques au sein des boutiques, celles-ci prennent des parts de marché par rapport aux marques concurrentes. Le Groupe Bogart bénéficie alors d'un meilleur pouvoir de négociation sur les produits distribués, les marques partenaires préférant réduire leurs marges plutôt que de perdre en visibilité. De plus, le Groupe dispose de marques partenaires, notamment en Israël, dont le développement a été mené ces dernières années afin d'en accentuer la présence dans le pays. La société prévoit de dupliquer ce modèle de marques partenaires et de mettre en avant ces marques sur des marchés sur lesquelles elles sont encore peu présentes, notamment en Europe. Un levier supplémentaire de croissance du CA et d'amélioration des marges.

Retours clients privilégiés

Faisant échos à l'avantage précédent, le Groupe Bogart bénéficie également d'un retour clients privilégié. En disposant d'un réseau de points de ventes et de lieux de fabrication, Bogart est en mesure de faire circuler rapidement les retours clients entre ces deux pôles. L'information ainsi recueillie vient nourrir les futures créations en permettant aussi d'affiner les produits, voire de retirer de la vente certains articles.

Meilleure visibilité auprès des distributeurs externes

Enfin, le dernier avantage découle des précédents : en développant la visibilité de ses marques dans son propre réseau de vente, le Groupe gagne des parts de marché et suscite l'intérêt de nouveaux distributeurs souhaitant intégrer les marques du Groupe en portefeuille... augmentant ainsi les ventes des marques de la société.

La data, source de création de valeur à moyen terme

L'exploitation de la donnée est aussi un axe de développement important qui permettra un gain de valeur à moyen terme. Les données issues des remontées des boutiques dans 5 pays différents (plus de 1 million de personnes en base) permettent de connaître finement les besoins clients. Groupe Bogart souhaite passer d'un marché *drivé* par l'offre à un marché en partie *drivé* par la demande en exploitant ses données en interne. Des travaux de digitalisation et d'unification de l'IT et de la logistique sont en cours afin de permettre des remontées des demandes du marché en temps réel auprès de la création et du marketing afin de développer rapidement de nouveaux produits et les rendre disponibles sur le marché de manière agile. En parallèle le Groupe étudie la piste d'une vente de ces datas à ses marques partenaires afin de les aider à concevoir de nouveaux produits.

Véritable force du Groupe Bogart, ce modèle d'intégration verticale entre 1/ la parfumerie et 2/ la distribution sélective permet de construire un modèle vertueux. L'expérience acquise en matière d'intégration depuis le premier rachat en 2004 permet aujourd'hui de mieux cibler les acquisitions de boutiques et surtout d'intégrer rapidement celles-ci au sein du réseau offrant ainsi un impact positif sur le CA Groupe et une rentabilité dès la première année.

Ce modèle d'intégration offre aussi une capacité de négociation avec des marques partenaires permettant de bénéficier de meilleures marges.

Dans la lignée des deux points précédents ce modèle offre mécaniquement une meilleure visibilité aux produits développés par la société et par extension de meilleures conditions d'achat auprès de partenaires distributeurs et ainsi de meilleures marges.

Enfin, ce contact direct avec les clients au sein du réseau de boutiques du Groupe et les *feedbacks* en découlant permettent une meilleure agilité dans le développement de futurs produits et une réactivité accrue pour faire évoluer les produits commercialisés.

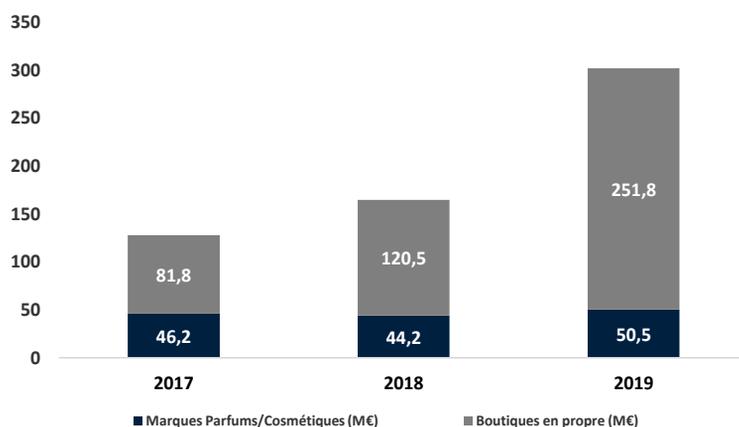
Hors impact du Covid-19, ce réseau aujourd'hui rentable et en forte croissance laisse entrevoir de belles perspectives de développement pour les exercices à suivre.

Perspectives stratégiques et financières

Prévisions financières

Comme développé précédemment dans cette étude, le chiffre d'affaires du Groupe est divisé en fonction de ses deux pôles avec 1/ l'activité Marques Parfums/Cosmétiques (revenus générés par les marques en propre du Groupe quel que soit le réseau de vente), 2/ l'activité Boutiques en propre (revenus générés par les boutiques détenues par Groupe Bogart, hors CA réalisé par les marques en propre). Un troisième pôle autour des Licences Ted Lapidus existe mais est non significatif (redevances inf. à 1,5 M€), le Groupe communique peu dessus.

Evolution du chiffre d'affaires par activité depuis 2017 (M€)



sources : Communiqué financier, EuroLand Corporate

L'exercice 2019 a été marqué par un quasi-doublement de taille pour le Groupe. Cette performance est le fruit 1/ de l'intégration réussie de Distriplus (Planet Parfum et Di) permettant au groupe de déployer largement son maillage européen avec 200 magasins supplémentaires en Belgique et au Luxembourg et d'accroître par extension significativement son CA (apport de plus de 180 M€ de CA), 2/ de la poursuite de l'extension du réseau avec l'acquisition de 18 parfumeries Milady (Luxembourg) et de 6 parfumeries Pascal (Belgique) et 3/ du lancement de 17 nouvelles lignes produits dans les différents univers du Groupe et de l'intégration de la marque Close suite au rachat de Distriplus.

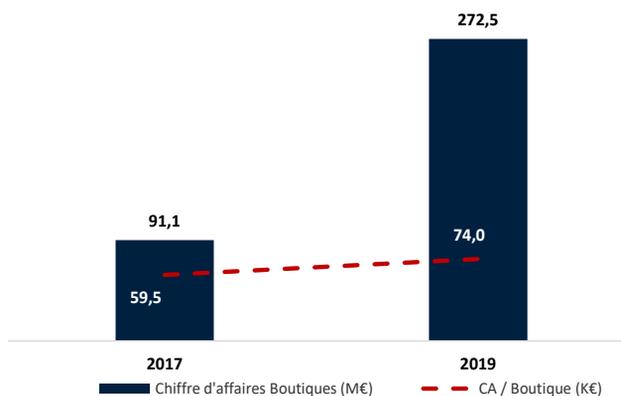
Fort de la dynamique de ventes notamment sur les marques Carven et Jacques Bogart le CA Marques Parfums/Cosmétiques ressort à 50,5 M€. Activité en décroissance depuis plusieurs exercices, ce rebond illustre le modèle vertueux développé par le Groupe et rendu possible par l'atteinte d'une taille critique depuis le rachat de Distriplus (déploiement des ventes des marques en propre du Groupe).

Au global, si la marge opérationnelle Groupe peut paraître dégradée suite à l'acquisition de Distriplus, elle est impactée par la très forte hausse des dotations aux amortissements (acquisitions + IFRS16). La marge d'EBITDA Groupe elle ressort en forte amélioration, témoignant de l'efficacité de ce modèle d'intégration au niveau du Groupe. Elle devrait en outre s'améliorer dans les prochaines années en lien avec les synergies possibles depuis le rachat de Distriplus.

Un changement de dimension qui porte déjà ses fruits

Le rachat de Distriplus en 2018 avait comme objectif de permettre un véritable changement de dimension et de positionner le Groupe pour lui permettre de mettre en place toutes les synergies possibles de son modèle d'intégration verticale.

Evolution du chiffre d'affaires audité par boutique entre 2017 et 2019



sources : Rapport annuel société, EuroLand Corporate

Suite à l'intégration durant l'exercice 2018 des 200 boutiques de Distriplus ainsi que des parfumeries Milady courant 2019 ont permis au Groupe de passer d'un total de 153 boutiques en 2017 à 368 à la fin 2019. Outre ce changement de taille du réseau de boutiques, on note que le CA par boutique s'est lui aussi apprécié passant de 595 K€ / boutique à 740 K€ / boutique en 2019. Témoinnant de la bonne intégration de ces boutiques, la marge opérationnelle par boutique est restée stable lors de cette première année d'intégration autour de 4%.

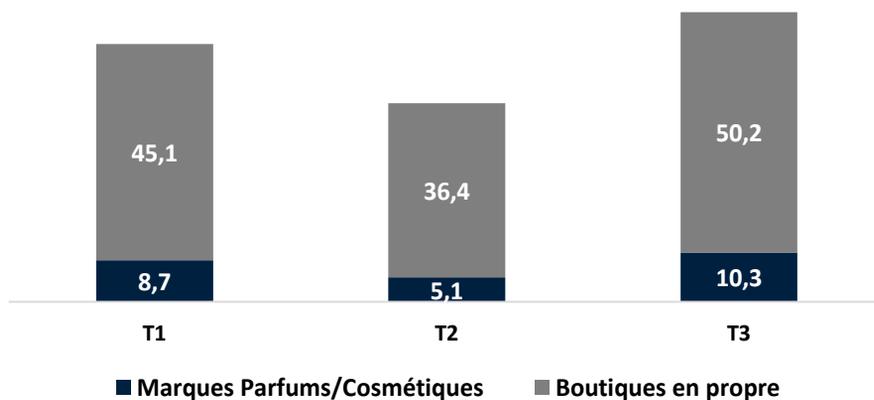
Le modèle d'intégration développé par la société devrait porter ses fruits dans les prochaines années (comme il a déjà porté ses fruits avant 2018). D'autre part, les leviers opérationnels découlant de l'expertise en matière de gestion d'un réseau de boutiques sélectives permettront également une appréciation de la marge opérationnelle par boutique.

Point COVID

A l'image du secteur de la distribution, le Groupe Bogart a vu ses activités impactées par la pandémie. En conséquence, ce dernier a déployé une série de mesures visant à limiter ces effets. Ce contexte particulier est marqué également par la poursuite de la stratégie de lancement et de croissance externe du Groupe.

En réaction à la crise et au vu des contextes sanitaires locaux, le Groupe a fermé ses deux usines de parfums et cosmétiques et mis un frein aux expéditions à partir de mi-mars 2020 jusqu'à la reprise des activités en mai. Des mesures ont toutefois été mises en place afin de limiter l'impact négatif de cette baisse d'activité, comme le recours au chômage partiel ou encore la renégociation de loyers avec les bailleurs et de conditions tarifaires avec les fournisseurs. Le Groupe s'appuie également sur un pilotage rigoureux de sa trésorerie avec l'obtention d'un Prêt Garanti par l'Etat (PGE) de 14,5 M€ et le report d'échéances sociales et de remboursement d'emprunts.

Evolution du chiffre d'affaires par activité et par trimestre en 2020 (M€)



sources : Rapport semestriel société, EuroLand Corporate

Activité Marques Parfums/Cosmétiques

Avec un CA de 13,8 M€ (-39,5%), l'impact de la pandémie s'est traduit par une baisse ponctuelle durant les premiers mois de la crise grâce aux stocks importants en produits du Groupe dans les boutiques partenaires. Les activités ont bénéficié du modèle d'intégration verticale du Groupe en améliorant la présence de ses marques dans son réseau en propre.

Malgré un environnement économique morose, le Groupe maintient toutefois une stratégie de lancement dynamique de nouveaux produits. Un nouveau parfum Carven a, par exemple, été lancé en France avant d'être progressivement distribué dans une quarantaine de pays en fonction du contexte sanitaire local. La marque de distributeur April a vu sa ligne Bains se renforcer de 80 nouveautés, de même que la marque sélective en cosmétiques Stendhal qui a fait l'objet d'un déploiement de nouvelles lignes de soins premium.

Activité Boutiques

Enfin et avec un CA S1 2020 de 81,5 M€ (-29,8%), l'activité Boutiques a été rythmée par la fermeture et la réouverture des points de vente. En fonction des contextes sanitaires locaux, les activités de vente en propre ont repris progressivement à partir de mai alors que la distribution en ligne est restée opérationnelle en Belgique et en Israël pendant les périodes de confinement. La reprise des activités a donné lieu à un léger rebond des achats en produits de beauté dû à un effet de rattrapage.

L'environnement économique actuel n'empêche pas le Groupe de rester attentif à de nouvelles opportunités de croissance externe tout en étant vigilant à la rentabilité de ses points de ventes. Début 2020, le Groupe a fait l'acquisition de 8 parfumeries en Allemagne, renforçant ainsi son maillage territoriale dans la région. D'autre part, dans l'optique de préserver sa rentabilité, le Groupe a fait savoir qu'il n'hésitera pas à fermer les boutiques non rentables.

Amélioration en séquentiel de l'activité

Lors de son point sur ses activités au T3, Groupe Bogart a fait état d'un CA de 60,5 M€ (-10,9%) mais en amélioration en séquentiel rapport au S1 2020. Le CA ressort ainsi sur 9 mois à 155,4 M€.

L'activité Marques Parfums/Cosmétiques affiche une baisse limitée de -6,4% au T3 à 10,3 M€ notamment grâce à la dynamique commerciale en Europe des marques Carven, Jacques Bogart et Méthode Jeanne Piaubert. Le Groupe a maintenu sa politique de lancements au S2 avec Stories by Lapidus (7 parfums), Pur Luxe de Stendhal Paris (8 produits cosmétiques) et Carven (l'Eau de Parfums pour homme). Plusieurs lancements sont déjà planifiés pour 2021, tant sur la parfumerie que sur les soins et le maquillage.

Concernant l'activité Boutiques en propre, le CA ressort à 50,2 M€ (-11,8%) sur le T3. Si le mois de juillet a été encourageant en France et en Belgique, les craintes autour de la crise sanitaire ont pesé sur les mois d'août et septembre.

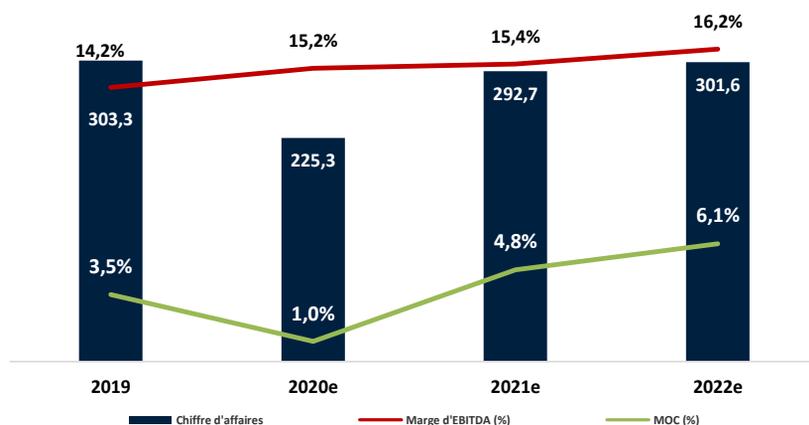
La seconde vague du Covid-19 a contraint le Groupe à fermer temporairement 60% de ses boutiques en Israël (depuis le 18/09), en France (depuis le 30/10) et en Belgique (depuis le 01/11). Dans ce contexte, la société poursuit ses mesures d'adaptation de sa structure de coûts avec 1/ le recours au chômage partiel et la préparation d'un accord sur l'activité partielle de longue durée et 2/ la renégociation des loyers des boutiques en propre et l'adaptation des budgets. Dans le même temps elle a décidé de fermer définitivement 14 points de ventes et d'ouvrir 7 nouvelles boutiques aux loyers nettement inférieurs. A noter que les usines restent actuellement ouvertes avec une capacité de production adaptée aux besoins de la clientèle internationale. L'activité e-commerce a été aussi renforcée avec la mise en place de nouvelles fonctions (Click&Collect).

Enfin, le Groupe a annoncé début septembre l'ouverture de 2 parfumeries sélectives aux Emirats Arabes Unis, dans deux centres commerciaux de Dubaï dont le Dubaï Mall, plus grand centre commercial du monde. Cela permettra au Groupe de s'étendre sur un 6^{ème} pays.

Une stratégie de lancement et de pilotage des coûts

Dans un marché impacté par la crise sanitaire le Groupe a décidé de recentrer la distribution de ses Marques sur l'Europe de l'Ouest et la France. Tirant parti de son modèle intégré, le Groupe Bogart a fait le choix d'une politique de lancements active afin de poursuivre sa conquête de parts de marchés.

Evolution du chiffre d'affaires et des marges 2019-2022e (M€)



sources : Société, EuroLand Corporate

Fort du succès du lancement du nouveau parfum *Dans ma Bulle de Fleurs* de Carven, de 7 parfums *Stories by Lapidus*, de 80 nouveautés sur la ligne Bains chez April, ou encore d'une première ligne de soins masculins *Silver Sent* chez Jacques Bogart et du déploiement de nouvelles lignes de soins premium *Pur Luxe de Stendhal Paris* en octobre dernier le Groupe devrait pouvoir limiter l'impact du Covid-19 sur son CA 2020.

Si la situation sanitaire a impliqué une fermeture temporaire des fermetures du Groupe au second semestre, la réouverture début décembre des boutiques, notamment en Belgique, permettent d'envisager un impact limité de ce deuxième confinement sur les résultats annuels du Groupe. Nous tablons ainsi sur un CA 2020 de 225,3 M€ et un Résultat opérationnel de 9,0 M€.

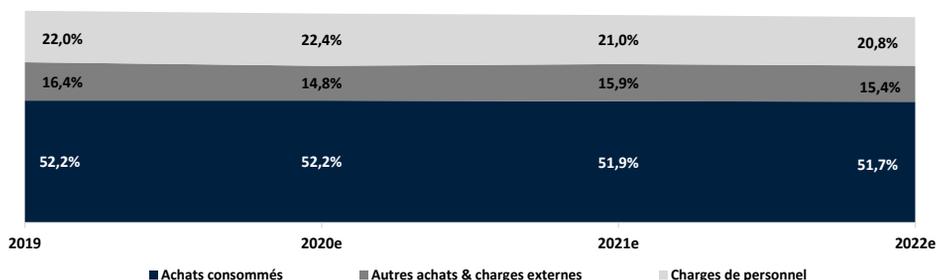
A noter que les éléments financiers présentés dans le cadre de ce business plan à trois ans sont à périmètre constant sur la base des comptes de 2020.

Cette stratégie de lancements devrait ensuite se poursuivre dans les prochaines années avec de nombreuses nouveautés tirant partis des tendances de marché évoquées précédemment (produits plus sains, vegans, proches des consommateurs, ...).

En parallèle le Groupe compte continuer sa stratégie de déploiement de son réseau de points de vente en Europe et au Moyen Orient, il reste ainsi à l'écoute des opportunités de marché afin d'acquérir de nouvelles boutiques. Groupe Bogart espère ainsi développer son réseau de façon significative tant via la croissance externe que via des ouvertures en propre dans les 3 ans. De plus, la crise sanitaire entraînant une baisse importante des loyers dans les zones fortement impactées, notamment en France, le Groupe envisage d'ouvrir une vingtaine de boutiques en propre afin de profiter de cette baisse des loyers.

Au global, si nous estimons que le CA des trois prochaines années ne comblera que progressivement le gap créé par la crise du Covid-19, il est important de souligner que l'intérêt de la stratégie actuelle de Groupe Bogart se situe principalement dans la capacité à gagner des parts de marché et à profiter de meilleures marges (sur les produits en propre commercialisés dans le réseau propre et via un meilleur levier sur les marges des partenaires) afin d'améliorer la rentabilité du Groupe dans sa globalité.

Poids des principales charges / chiffre d'affaires 2019-2022e (%)



sources : Société, EuroLand Corporate

Outre les Achats consommés nécessaires à la fabrication des différents produits du Groupe et qui représentent plus de la moitié des principaux postes de charges, les charges de personnel arrivent en seconde position avec près de 2000 collaborateurs fin 2019 notamment présents dans le réseau de boutiques de la société. Enfin, les autres achats et charges externes constituent le dernier poste de charges avec une part importante faite aux frais de marketing.

Nous estimons ainsi que ce modèle vertueux combiné avec la maîtrise actuelle des charges devraient permettre à la société de générer une croissance rentable et une amélioration de sa marge d'EBITDA de 2 points entre 2019 et 2022 passant de 14,2% à 16,2%.

Compte de résultat historique et prévisionnel

Compte de résultat (M€)	2019	2020e	2021e	2022e
Chiffre d'affaires	303,3	225,3	292,7	301,6
Excédent brut d'exploitation	43,1	34,2	45,1	48,8
Résultat opérationnel courant	10,5	2,3	13,9	18,4
Résultat opérationnel	17,6	9,0	13,9	18,4
Résultat financier	-4,8	-5,1	-4,2	-4,2
Résultat net part du groupe	10,1	2,6	6,4	9,4

Côté bilanciel

Solide financièrement parlant, le Groupe disposait fin 2019 de 100,8 M€ de capitaux propres (vs 89,9 M€ fin 2018) et d'une capacité d'autofinancement de 40 M€ (dont 24 M€ au titre de l'application d'IFRS16). Enfin la dette financière brute s'affichait à 77,8 M€ pour 57,7 M€ de trésorerie.

Au S1 2020, la société a renforcé sa trésorerie par l'obtention d'un PGE de 14,5 M€. La dette financière brute ressort à 104,4 M€, la trésorerie à 55,3 M€ et les dettes locatives à 121 M€.

Au 31/12/2020 nous attendons une dette nette de 18,2 M€.

Une politique de versement de dividendes

	2015	2016	2017	2018	2019
Dividende par action	0,15	0,16	0,17	0,20	0,23
Pay-out	29,8%	29,5%	28,5%	22,8%	35,6%

Confiant dans ses perspectives, le Groupe mène depuis de nombreuses années une politique de distribution de dividendes régulière. **Malgré le Covid-19 nous estimons que cette politique de distribution devrait se maintenir dans les prochaines années à des niveaux au moins similaires.**

Valorisation de Groupe Bogart

Pour valoriser la société, nous avons retenu la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF).

Valorisation par les DCF

Les principales hypothèses de notre valorisation par les DCF sont les suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires** : Une prise en compte de l'année 2020 impactée par le Covid-19 et une croissance les deux années suivantes permettant de revenir sur les niveaux de 2019
- **Rentabilité opérationnelle** : Nous prenons l'hypothèse d'une marge normative 10%.
- **Investissements** : Nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement de renouvellement et de développement de l'ordre de 2,0% du chiffre d'affaires par an sur la durée du DCF
- **Horizon du DCF** : Etant donné la visibilité du business sur le long terme, nous modélisons notre DCF sur un horizon temporel de 10 ans (2029).
- **Un taux d'actualisation (WACC) de 8,70% basé sur :**
 - un taux sans risque de -0,31 % (OAT 10 ans au 04/12/2020) ;
 - une dette financière nette estimée de 18,2 M€ au 31/12/2020
 - une prime de risque de 6,50%
 - un bêta de 1,53

Hypothèses retenues pour le calcul du WACC

Calcul du WACC	
Taux sans risque (OAT 10 ans)	-0,31%
Prime de risque	6,50%
Bêta sans dette	1,41
Bêta endetté	1,53
Coût des capitaux propres	9,6%
Coût de la dette après impôts	1,33%
Coût moyen pondéré du capital	8,70%
Taux de croissance à l'infini	2,00%

source : Euroland Corporate

Tableau des DCF

En K€	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Chiffre d'affaires	225,3	292,7	301,6	309,9	325,4	341,6	358,7	376,7	395,5	407,4
<i>variation (%)</i>	-25,7%	29,9%	3,0%	2,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
Résultat opérationnel courant	2,3	13,9	18,4	22,9	27,7	32,5	35,9	37,7	39,5	40,7
<i>Taux de marge opérationnelle couran</i>	1,0%	4,8%	6,1%	7,5%	8,5%	9,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
- Impôts	-1,3	-3,2	-4,7	-6,2	-9,2	-10,8	-12,0	-12,6	-13,2	-13,6
<i>Taux d'IS (%)</i>	-33,3%	-33,3%	-33,3%	-33,3%	-33,3%	-33,3%	-33,3%	-33,3%	-33,3%	-33,3%
+ DAP nettes	8,9	8,2	7,4	6,5	6,8	7,1	7,4	7,7	8,0	8,3
en % du CA	4,0%	2,8%	2,5%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%
Cash Flow opérationnel	10,0	18,9	21,1	23,2	25,3	28,8	31,4	32,8	34,4	35,5
BFR	47,1	43,2	42,2	44,8	45,5	47,8	50,2	52,7	55,4	57,0
en % du CA	20,9%	14,8%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
- Variation du BFR	0,2	3,9	1,0	-2,6	-0,7	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6	-1,7
- Investissements opérationnels	-4,5	-5,9	-6,0	-6,2	-6,5	-6,8	-7,2	-7,5	-7,9	-8,1
en % du CA	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Free Cash flow	5,6	17,0	16,1	14,4	18,0	19,7	21,8	22,8	23,9	25,7
Free Cash flow actualisé	5,6	14,4	12,5	10,3	11,9	11,9	12,2	11,7	11,3	11,2
Somme des FCF actualisés	112,9									
Valeur terminale actualisée	169,8									
Valeur d'entreprise	282,8									
Dette nette	18,2									
Actifs financiers	2,1									
Valeur des capitaux propres	266,7									
Valeur par action	17,0									

source : Euroland Corporate

Matrice de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%
C	7,70%	18,3	19,3	20,5	22,0	23,7
M	8,20%	16,8	17,7	18,6	19,8	21,1
P	8,70%	15,5	16,2	17,0	17,9	19,0
C	9,20%	14,4	15,0	15,6	16,4	17,3
	9,70%	13,4	13,9	14,4	15,1	15,8

source : Euroland Corporate

Notre valorisation de Groupe Bogart par DCF ressort à 17,0 € par action avec un WACC de 8,70%.

Valorisation par les comparables boursiers

Nous avons retenu un échantillon de sociétés comparables, à la fois acteurs possédant des marques fortes dans l'univers des parfums et cosmétiques et des détailliers spécialisés.

interparfums

Interparfums : Spécialiste dans la création, la fabrication et la commercialisation de parfums de luxe. Compte un portefeuille de marques constitué en grande majorité de licences dont Boucheron, Coach, Mont Blanc ou encore Karl Lagerfeld.

L'ORÉAL

L'Oréal : Groupe industriel français de produits cosmétiques créé par Eugène Schueller en 1909. Numéro un mondial de l'industrie cosmétique.

FNAC DARTY

Fnac-Darty : Spécialiste européen de la distribution de matériel électroménager, électronique et de produits culturels. Plus de 800 magasins.



Maisons du Monde : Société spécialisée dans la création, la fabrication et la commercialisation d'articles de décoration (linge de maison, vaisselle, ustensiles de cuisine, miroirs, cadres, etc.) et de mobilier (lits, tables, chaises, fauteuils, canapés, armoires, mobilier de jardin, etc.). Plus de 250 magasins en Europe.

Consensus des analystes sur les comparables

MULTIPLES DE VALORISATION

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Interparfums	2 157,5	5,8x	4,7x	4,1x	52,2x	33,3x	26,7x	67,9x	38,2x	30,5x	99,9x	58,6x	46,4x
L'Oreal SA	167 727,7	5,9x	5,4x	5,1x	25,2x	22,9x	21,2x	32,9x	29,0x	26,6x	42,1x	37,3x	34,3x
Moyenne		5,8x	5,1x	4,6x	38,7x	28,1x	23,9x	50,4x	33,6x	28,5x	71,0x	48,0x	40,3x

MULTIPLES DE VALORISATION

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Fnac Darty SA	986,6	0,3x	0,3x	0,3x	4,2x	3,5x	4,1x	11,8x	7,9x	7,3x	15,7x	7,5x	6,5x
Maisons du M	520,3	1,1x	1,0x	0,9x	5,5x	5,1x	4,9x	16,2x	12,8x	11,1x	13,4x	9,7x	7,8x
Moyenne		0,7x	0,6x	0,6x	4,9x	4,3x	4,5x	14,0x	10,3x	9,2x	14,6x	8,6x	7,1x

Afin de prendre en compte à la fois la dimension de parfumeur et celle de retailer nous avons appliqué les multiples VE/EBIT 2021 et 2022 à notre estimation d'EBIT de l'activité de Parfumerie et d'EBIT de l'activité de Distribution. Par approche prudente, nous avons conservé un mix similaire à celui de 2019 entre les deux activités (12%-88%) et avons appliqué une décote de 15% sur chacun des multiples.

Multiples de valorisation

<u>VALORISATION</u>	VE / EBIT			
	2021	2022		
VE moyenne Parfumerie	197,9	173,2	VE retenues	185,6 83,4
	185,6			268,9
			Dette nette	18,2
			Actifs financiers	2,1
			VCP théorique retenue	252,9
			Nombre d'actions	15 675
			Valeur par action	16,1

<u>VALORISATION</u>	VE / EBIT	
	2021	2022
VE moyenne Retail	87,0	79,7
	83,4	

source : Consensus des analystes Factset au 03/12/2020, Euroland Corporate

Notre valorisation de Groupe Bogart par comparables ressort à 16,10 € par action.

Au global, la moyenne de notre valorisation par DCF et celle par comparables fait ressortir un objectif de cours de 16,60 € par action. Au cours du 04/12/2020 cela matérialise un potentiel de hausse de 78%, notre recommandation est donc à l'Achat.

Tableau Synthèse

Compte de résultat (M€)	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Chiffre d'affaires	164,3	303,3	225,3	292,7	301,6
Excédent brut d'exploitation	14,2	43,1	34,2	45,1	48,8
Résultat opérationnel courant	10,7	10,5	2,3	13,9	18,4
Résultat opérationnel	15,9	17,6	9,0	13,9	18,4
Résultat financier	-0,7	-4,8	-5,1	-4,2	-4,2
Résultat net part du groupe	13,7	10,1	2,6	6,4	9,4
Bilan (M€)	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Actifs non courants	86,4	208,1	203,7	201,3	200,0
<i>dont goodwill</i>	29,2	30,5	30,5	30,5	30,5
BFR	41,1	47,3	47,1	43,2	42,2
Disponibilités + VMP	58,6	57,7	69,7	67,9	68,1
Capitaux propres	89,9	100,9	98,3	101,2	107,1
Emprunts et dettes financières	75,3	77,9	87,9	76,9	68,8
Dettes locatives	ns	128,0	128,0	128,0	128,0
Total Bilan	282,1	409,8	391,2	405,0	404,9
Tableau de flux (M€)	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Marge Brute d'autofinancement	7,7	40,4	34,5	37,7	39,8
Variation de BFR	20,4	-9,2	0,2	3,9	1,0
Flux net de trésorerie généré par l'activité	28,1	31,2	34,7	41,5	40,9
Investissements opérationnels nets	-2,7	-5,9	-4,5	-5,9	-6,0
Investissements financiers nets	-11,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-14,0	-6,1	-4,5	-5,9	-6,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	7,9	-20,1	10,0	-11,0	-8,1
Dividendes versés	-2,7	-3,1	-3,5	-3,5	-3,5
Autres (Cession ou rachat d'actions)	-1,7	-1,8	-1,7	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	3,5	-24,9	-18,2	-37,5	-34,6
Variation de la trésorerie	17,5	1,1	12,0	-1,8	0,2
Ratios (%)	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Variation chiffre d'affaires	28,4%	84,6%	-25,7%	29,9%	3,0%
Marge EBE	9%	14%	15%	15%	16%
Marge opérationnelle courante	7%	3%	1%	5%	6%
Marge opérationnelle	10%	6%	4%	5%	6%
Marge nette	8%	3%	1%	2%	3%
Investissements opérationnels nets/CA	2%	2%	2%	2%	2%
BFR/CA	25%	16%	21%	15%	14%
ROCE	6%	3%	1%	4%	5%
ROCE hors GW	7%	3%	1%	4%	6%
ROE	15%	10%	3%	6%	9%
Payout	23%	36%	134%	55%	37%
Dividend yield	3%	2%	2%	2%	2%
Ratios d'endettement	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Gearing (%)	19%	20%	18%	9%	1%
Dettes nettes/EBE	1,2	0,5	0,5	0,2	0,0
EBE/charges financières	13,4	9,4	6,8	10,6	11,5
Valorisation	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Nombre d'actions (en millions)	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	16	16	16	16	16
Cours (moyenne annuelle en euros)	6,0	11,1	9,3	9,3	9,3
(1) Capitalisation boursière moyenne	93,7	174,0	146,4	146,4	146,4
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	16,6	20,1	18,2	9,0	0,7
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	1,7	2,1	2,1	2,1	2,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	108,7	192,0	162,4	153,3	145,0
PER	6,8	17,2	55,7	22,7	15,5
VE / EBE	7,9	4,5	4,8	3,5	3,0
VE / ROC	10,5	18,6	71,0	11,3	8,1
VE / CA	0,7	0,6	0,7	0,5	0,5
P/B	1,0	1,7	1,5	1,4	1,4
Données par action (€)	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Bnpa	0,55	0,20	-0,27	0,43	0,63
Book value/action	5,7	6,4	6,3	6,5	6,8
Dividende /action	0,20	0,23	0,23	0,23	0,23

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : Depuis le 07/12/2020

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vendre : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Oui	Oui	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

Disclaimer / Avertissement

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude. 3

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus.