

LAMARTHE

Données boursières

Cours (au 05/10/2006)	12,30
Objectif de cours (€)	15,4
Capitalisation (M€)	21,3
VE	24,0
Plus haut 12 mois	14,35
Plus bas 12 mois	10,06

Code Reuters	ALLMR.PA
Code Bloomberg	ALLMR.FP
Performance (31/12)	-1,4%

Actionnariat

Public	25,6%
Dirigeants	74,4%

Données financières 2005 2006e 2007e

CA	14,13	16,39	21,45
variation (%)	29%	16%	31%
EBIT	0,50	1,72	2,47
Marge	4%	11%	12%
RNPG	0,18	1,02	1,52
Marge	1%	6%	7%
BPA	0,11	0,60	0,89
variation (%)	ns	454%	49%

Données financières 2005 2006e 2007e

ROCE	4,41	10,58	12,67
ROE	3,83	13,48	14,02
Gearing	90,5	10,6	19,7
Free cash Flow	-1,15	-0,42	-1,08

Ratios 2005 2006e 2007e

VE/CA	1,77	1,47	1,07
VE/ EBIT	50,43	13,98	9,30
PER	115,58	20,87	14,02

Guillaume ANSELIN
+33 (0)1 70 08 08 46
g.anselin@avenirfinance.fr

Une marque en devenir

Profil

Créée en 1930, la société conçoit, fabrique et distribue des articles et accessoires de maroquinerie haut de gamme sous sa propre marque, essentiellement des sacs à mains destinés aux femmes.

Le groupe est aujourd'hui constitué de 2 filiales, en Italie (bureau de style) et en Espagne, et d'une usine de production en Roumanie.

Stratégie

L'ambition de Lamarthe est de devenir une marque de maroquinerie et accessoires reconnue dans l'univers du luxe. Pour y arriver, Lamarthe doit faire évoluer son positionnement et son image de marque grâce à un repositionnement du mix-produit. Les collections 2005 créées par les ateliers de stylisme à Bologne ont reçu un excellent accueil, le renouvellement créatif a porté ses fruits. Depuis 2000, le groupe a réussi son pari de monter en gamme qui s'est traduit par une augmentation du prix moyen de 16,6% entre 2004 à 2005. Alors qu'en 2000 le groupe avait comme concurrent sur sa gamme de produits des marques comme Furia ou Mandarina Duck, aujourd'hui Lamarthe a pour ambition d'arriver à un positionnement produit proche de celui de Longchamp ou Lancel. Le groupe ambitionne une poursuite de sa montée en gamme, et donc un potentiel de hausse de ses prix significatifs, avec comme cœur de clientèle les femmes de 25 à 35 ans.

Perspectives

La tendance sur le S1 est très dynamique avec une croissance de 16,7% à 6,2M€ tirée par l'export (+20%), contre une hausse de 11,9% pour la France. Pour le second semestre le groupe a annoncé un carnet de commandes pour la saison Automne/Hiver 2006 en croissance de 15%. La visibilité sur l'activité (70% du CA dès le mois de mai) nous rend confortable sur l'atteinte d'un CA 06 de 16,4 M€. Nous attendons une amélioration significative de la marge EBIT 06 à 11% vs. 3,4% en 05 avec le transfert effectif de l'outil de production fin 2005 de l'Italie à la Roumanie.

Synthèse

Le management commence à démontrer sa capacité à repositionner le mix-produit tout en délivrant de la croissance avec la maîtrise de son outil de production. Les annonces de partenariat (le Sportsac) et la stratégie de communication (Elettra Rossellini comme égérie) donnent de nouvelles perspectives au groupe et devraient avoir un effet positif sur le cours de bourse qui n'a pas évolué depuis l'introduction. Notre objectif de cours de 15,4€ fait ressortir une décote de 23%.



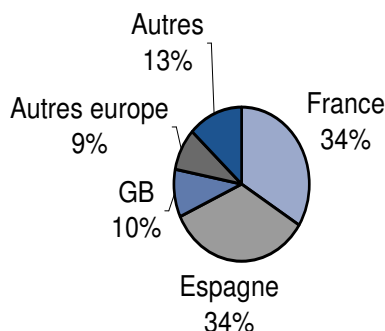
Profil

Créée en 1930, la société conçoit, fabrique et distribue des articles et accessoires de maroquinerie haut de gamme sous sa propre marque, essentiellement des sacs à mains destinés aux femmes. Le groupe dispose d'une filiale en Italie (bureau de style), d'une filiale en Espagne et d'une sous-filiale en Roumanie (outil de production).

Marché et Positionnement

Sur le S1 2006, la demande sur le marché du luxe est restée très soutenue, avec une tendance favorable sur l'ensemble des grandes zones de consommation. L'Europe a confirmé son amélioration, sur des niveaux supérieurs aux attentes, la dynamique est restée très soutenue en Asie hors Japon et les États-Unis n'ont pas enregistré de ralentissement notable. Seule la performance au Japon a parfois été plus mitigée, souvent pour des raisons spécifiques aux marques. Au total, la croissance des principales valeurs du luxe cotées ressort à +10% en organique au S1 2006.

Répartition du CA de Lamarthe en 2005



Lamarthe est reconnue pour sa créativité et se positionne comme une marque de luxe discrète et raffinée, alliant qualité, style et compétitivité prix. Les collections 2005 créées par les ateliers de stylisme à Bologne ont reçu un excellent accueil, le renouvellement créatif a porté ses fruits. Depuis 2000, le groupe a réussi son pari de montée en gamme qui s'est traduite par une augmentation du prix moyen de 16,6% entre 2004 à 2005. Alors qu'en 2000 le groupe avait comme concurrent sur sa gamme de produits des marques comme Furia ou Mandarin Duck, Lamarthe est positionnée aujourd'hui au même niveau que Longchamp et Lancel. Le groupe ambitionne une poursuite de sa montée en gamme, et donc un potentiel significatif de hausse de ses prix, avec comme cœur de clientèle les femmes de 25 à 35 ans.

Parallèlement, le groupe a initié sa diversification produit avec une première ligne de bagages. L'offre en petite maroquinerie, qui ne représente aujourd'hui que 8% du CA, va être élargie pour atteindre 20% à moyen terme. D'ici l'année prochaine, le groupe à l'ambition de créer une offre de maroquinerie masculine.

Une stratégie marketing agressive

Les fonds levés ont permis au groupe de renforcer et d'optimiser son investissement dans la publicité en 2006 (7% du CA vs 5,5% en 05), les relations presses et publiques. La stratégie marketing est imprégnée par le rajeunissement de la marque, le groupe a en effet choisit comme égérie le jeune mannequin Elettra Rossellini et a décidé de s'appuyer sur les nouveaux modes de communication et de marketing du net. Un clip publicitaire sera diffusé dès l'automne 2006 sur la toile.



Un réseau de distribution solide

Lamarthe est référencé dans la plupart des grands magasins en France, en Espagne et en Allemagne et est présent dans plus de 25 pays :

- 5 boutiques à l'enseigne Lamarthe à fin mars 2006, dont 3 en propre.
- 500 points de vente dans le monde (74 grands magasins, 426 détaillants multimarques, dont 13 duty free).
- 110 corners dans le monde, dont 80 avec le mobilier Lamarthe.

Le groupe prévoit en 2006 des ouvertures de boutiques en propre à l'enseigne à Paris (Opéra) et Madrid, de boutiques en partenariat en France en Espagne en Italie aux US et au Japon, et de nouvelles implantations dans les aéroports. La stratégie de développement est d'au moins deux boutiques par an d'une surface moyenne de 50m², les prochaines cibles sont Dubai, Tokyo, New York.

Grâce à ce réseau de distribution puissant, le groupe a décidé de signer des contrats de représentation sous licence avec des marques de renommée internationale. Ces partenariats ne viendront en aucun cas concurrencer les produits de Lamarthe, et seront un moyen de générer un cash flows supplémentaire venant alimenter la stratégie de développement du groupe. C'est dans cet esprit que le groupe vient de signer un accord avec la marque « **LeSportsac** ». Cette marque est principalement diffusée aux US et touche une clientèle plus jeune. L'ambition du groupe est de dégager dès l'année 2007 un CA supérieur à 2,5M€ avec un objectif à horizon 4 ans de 10M€. La marge brute dégagée sera logiquement moins forte que celle du groupe, mais la marge d'exploitation devrait ressortir à 10% étant donné que les coûts marketing ne sont pas pris en charge par Lamarthe. Le groupe s'est également vu confier la distribution exclusive des collections de sacs et bagages Tommy Hilfiger sur la péninsule ibérique.

Éléments financiers

En 2004, toute la production était réalisée en sous-traitance en Italie. A partir de 2005, la structure de production a été complétée avec l'usine en Roumanie. Le groupe dispose aujourd'hui d'un outil de production intégrée (190 salariés) en Roumanie qui gère 6 lignes de production et 60 à 70 % des volumes produits. Par souci de flexibilité, le groupe gère les pics de production en ayant recours à de la sous-traitance sur de la petite maroquinerie.

Tous les achats de matières premières sont faits en Italie et la fabrication en Roumanie à des coûts inférieurs de 3,5 fois, mais avec le même niveau de qualité. L'effet de levier sur la marge est donc important sur 2006, d'autant que « l'effet Roumanie » n'a été enregistré que sur le dernier trimestre 2005, nous prévoyons une amélioration significative de la marge d'exploitation à 11% (vs 3,4% en 2005).

La tendance sur le S1 est très dynamique avec une croissance de 16,7% à 6,2M€ tirée par l'export (+20%), contre une hausse de 11,9% pour la France. Pour le second semestre le groupe a annoncé que son carnet de commandes pour la saison Automne/Hiver 2006 est en croissance de 15%. Grâce à cette visibilité (dès le mois de mai 70% CA de l'année est déjà assuré), nous prévoyons un CA de 16,4M€ en 2006 en progression de 16%.

Synthèse

Le management commence à démontrer sa capacité à rajeunir la marque, à augmenter son prix moyen par article, et à délivrer de la croissance. Les annonces de partenariat avec « **LeSportsac** » donnent de nouvelles perspectives au groupe et devraient avoir un effet positif sur le cours de bourse qui n'a pas évolué depuis l'introduction. Notre objectif de cours de 15,4€ (DCF et comparables) fait ressortir une décote de 23%.



Grille Financière

Compte de résultat (M€)	TMVA04/08E	2004	2005	2006e	2007e	2008e
CA	24,3%	11,0	14,1	16,4	21,4	26,2
EBE	70,2%	-0,3	0,8	2,1	3,0	4,2
EBIT	92,5%	-0,6	0,5	1,7	2,5	3,5
Résultat financier		-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
RCAI	134,2%	-0,7	0,3	1,5	2,3	3,3
Résultat Exceptionnel		0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
IS	198,1%	-0,1	0,0	0,5	0,8	1,1
Amortissement des survaleurs		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN pg publié	126,4%	-0,6	0,2	1,0	1,5	2,2
RN pg retraité	129,6%	-0,5	0,2	1,0	1,5	2,2
Bilan (M€)		2004	2005	2006e	2007e	2008e
Capitaux Propres		5,0	5,0	10,0	11,5	13,7
Actifs Immobilisés		3,0	3,7	4,1	4,4	4,8
BFR		5,7	6,4	7,6	10,0	12,2
Endettement net		2,9	4,5	1,1	2,3	2,7
Capitaux Employés		8,7	10,1	11,6	14,3	17,0
Tableau de financement (M€)		2004	2005	2006e	2007e	2008e
EBE après impôt		0,0	0,7	1,6	2,2	3,0
Variation du BFR		1,1	0,7	1,2	2,4	2,3
Cash flow opérationnel		-1,1	0,0	0,4	-0,2	0,7
Investissements industriels		1,0	1,2	0,8	0,9	1,0
Free cash flows opérationnel		-2,1	-1,1	-0,4	-1,1	-0,3
Aug / (Dim) de la dette nette		2,4	1,6	-3,5	1,2	0,4
Ratios Financiers (%)		2004	2005	2006e	2007e	2008e
Variation du CA		9%	29%	16%	31%	22%
EBE/CA		-2,3	6,0	13,0	14,0	16,0
Marge opérationnelle		-5,7	3,5	10,5	11,5	13,5
Marge nette publiée		-5,2	1,4	6,2	7,0	8,5
Marge nette retraitée		-4,5	1,3	6,2	7,1	8,5
Capitaux Employés/CA		70,7	66,6	66,2	60,6	59,9
Gearing		57,8	90,5	10,6	19,7	19,7
ROCE		-6,7	4,4	10,6	12,7	15,0
ROE		-10,8	3,8	13,5	14,0	17,6
Données par action (€)		2004	2005	2006e	2007e	2008e
BPA retraité	86,5%	-0,29	0,11	0,60	0,89	1,31
ANPA	23,3%	8,48	8,47	17,00	19,56	19,56
CFPA	76,8%	-0,18	0,12	0,84	1,21	1,21
DPA		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ratios boursiers (x)		2004	2005	2006e	2007e	2008e
VE/CA		2,10	1,77	1,47	1,07	0,91
VE/EBE		-90,75	29,40	11,29	7,64	5,67
VE/EBIT		-37,09	50,43	13,98	9,30	6,72
PE		-42,71	115,58	20,87	14,02	9,55
P/CFPA		-71,37	101,27	14,88	10,36	10,36
P/ANPA		1,47	1,48	0,74	0,64	0,64
Payout (%)		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rendement net (%)		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00



AVERTISSEMENT

Cette publication, rédigée par Avenir Finance, est délivrée à titre informatif et ne constitue en aucun cas une d'ordre d'achat ou de vente des valeurs mobilières qui y sont mentionnées. Bien que les informations exposées dans ce document proviennent de sources considérées comme digne de foi, Avenir Finance n'en garantie ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Les opinions et appréciations peuvent être modifiées ou abandonnées sans avis préalable. Cette publication est destinée exclusivement à titre informatif aux investisseurs professionnels qui sont supposés se faire leur propre jugement. La responsabilité de avenir finance ne saurait être engagée, directement ou indirectement en cas d'erreur ou omission de sa part ou en cas d'investissement inopportun de la part d'investisseurs. Ce document étant la propriété d'Avenir Finance, il ne peut être reproduit ou diffusé sans l'autorisation préalable d'Avenir Finance.

