

# Lamarthe

Secteur : maroquinerie

Cours au 10/05/07: 10,70 €

Objectif: 13,5 €

## Un bilan nettoyé et des perspectives attrayantes

### Etude

Type de marché: ALTERNEXT

code bloomberg: ALLMR.FP  
code REUTERS: ALLMR.PA  
code ISIN: FR0010311597  
Nombre d'actions: 1 701 373  
Capi. boursière (m€): 18,20  
Flottant: 33,0%

#### Actionariat

COPERNICO	54,0%
GALILEO	13,0%
PUBLIC	33,0%

Ratios	12/06	12/07e	12/08e
PE	48,4	23,9	8,4
P / CF	20,5	13,5	6,1
VE / CA	1,47	1,04	0,82
VE / EBIT	21,8	13,2	5,2
VE / ROP	21,8	13,2	5,2
VE / CE	1,5	1,6	1,3
Rendement net	0,0%	0,0%	0,0%

données par action	12/06	12/07e	12/08e
Bpa déclaré	0,22	0,45	1,27
Bpa dilué ajusté	0,22	0,45	1,27
var.	ns	102%	184%
FCF/action diluée	-1,03	1,83	0,11
div / action	0,00	0,00	0,00

Chiffres clés (m€)	12/06	12/07e	12/08e
CA	15,2	18,5	23,0
Var.	7,7%	21,6%	24,2%
ROP	1,0	1,5	3,6
marge op (%)	6,8%	7,9%	15,8%
RNpg publié	0,4	0,8	2,2
Marge	2,5%	4,1%	9,4%
RNpg ajusté	0,4	0,8	2,2
Marge	2,5%	4,1%	9,4%
ROCE	7,0%	11,9%	25,6%
ROE	3,9%	7,3%	17,2%
gearing	45,8%	12,0%	7,2%

Perf.	1 mois	6 mois	1 an
Absolute	0,6%	-10,1%	-22,4%



Si l'achat d'un article Lamarthe peut être impulsif, l'achat du titre Lamarthe est une décision de long terme. En effet, l'appréciation du titre est tributaire du déroulement d'un plan stratégique ambitieux qui vise à repositionner la marque sur le haut de gamme. Sa mise en œuvre pénalise plus tôt que prévu l'activité à court terme. Le chiffre d'affaires en apparence stable masque une évolution fortement contrastée entre le succès prévisible sur les marchés stratégiques et l'arrêt plus brutal qu'anticipé sur les marchés pour lesquels Lamarthe ne correspond plus en termes de prix et de modèles.

En revanche, les objectifs dont la réalisation dépend uniquement de la société ont été atteints. C'est le cas de la marge brute qui s'apprécie fortement sous l'effet conjugué de la contribution, plus importante de l'usine roumaine et de la hausse des prix de vente unitaire consécutive au repositionnement en cours. Cela a permis de dégager des ressources pour le développement de la marque, élément clef de la création de valeur dans ce métier. Les chiffres publiés au titre de 2006 nous ont amené à réviser nos prévisions sur 2007 et 2008 essentiellement. Ces prévisions sont conservatrices, et de bonnes surprises peuvent venir d'un succès plus rapide que prévu sur les marchés visés, aidé en cela par l'ouverture de nouveaux points de vente et la mise en place d'une deuxième ligne de production dans l'usine roumaine.

Notre évaluation de la société est revue en baisse mais ménage toujours un potentiel de hausse important. Les valeurs trouvées sur la base des comparables démontrent que l'appréciation du titre est dépendante de la réalisation des prévisions sur 2008. Le DCF qui constitue dans le cas présent une approche plus pertinente du fait des spécificités de la stratégie mise en œuvre, démontre également l'importance de réaliser strictement les objectifs sur les trois années à venir. Dans ces conditions, la valeur du titre Lamarthe à moyen terme peut être estimée à 19,66 euros même si à court terme notre objectif est de 13,5 euros.

### Un chiffre d'affaires qui traduit la montée en gamme de la marque

Le CA 2006 s'établit à 14,26 millions d'euros, soit une progression limitée de 1,2%. Cette apparente stagnation masque des performances contrastées selon les marchés qui traduisent la réussite de la montée en gamme de Lamarthe.

En milliers d'euros	2006	2005
France	5,67	4,96
Espagne	5,68	4,94
Autres marchés stratégiques	2,00	1,75
Etats-Unis et Royaume-Uni	0,96	2,48
<b>Total consolidé</b>	<b>14,30</b>	<b>14,13</b>

Sur les deux marchés principaux avec environ les deux tiers de l'activité, la progression est conforme aux attentes avec 14,3% en France et 14,8% en Espagne.

En France, où la croissance estimée du marché est de 7%, l'ensemble des canaux de distribution a contribué à cette progression. La boutique de l'avenue de l'Opéra ouverte en Août 2006 et le corner rénové situé au Printemps Haussmann illustrent par leur succès la pertinence des choix opérés. La campagne de publicité du deuxième semestre, dont le côté novateur a été souligné par les professionnels, a porté ses fruits.

En Espagne, la performance mérite d'être soulignée car la deuxième boutique qui devait ouvrir en novembre et donc bénéficier des ventes de fin d'année n'a pu ouvrir qu'en janvier du fait des retards des entreprises chargées des aménagements. Une indemnité compensatoire peut être envisagée. Le chiffre d'affaires réalisé sur les deux derniers mois de l'année aurait dû être de 0,2 millions d'euros selon nos prévisions (soit 3,55% des ventes sur le marché espagnol). Plus important, ces ventes réalisées dans un magasin détenu en propre auraient dû être porteuses de marges plus importantes que celles connues par Lamarthe sur ce marché. En revanche, le plein effet de cette ouverture se fera sentir sur l'ensemble de l'année 2007.

Les autres marchés sur lesquels se concentre la société ont vu leur activité progresser de 14,9%, ce qui est conforme à nos prévisions. La nouvelle collection a connu un succès considérable auprès des clientèles de Russie et des Emirats Arabes Unis. De nouveaux marchés à fort potentiel ont été ouverts : Pays-Bas, Singapour, Slovaquie et Panama. En Allemagne, le chiffre d'affaires a progressé de 7,11%.

En revanche, la boutique de Dubaï a également connu un décalage car le centre commercial où elle est située n'ouvrira qu'en mars 2007 alors qu'il devait ouvrir en octobre 2006. Le déficit par rapport aux prévisions établies lors de l'introduction provient de deux marchés : le Royaume-Uni et les Etats-Unis. Sur ces deux marchés, des clients importants ont décalé leurs achats du quatrième trimestre 2006 au premier trimestre 2007. Le CA du Royaume-Uni (0,9 M vs 1,4 M) comprend également les ventes sur Internet. Or ces dernières sont de plus en plus limitées pour des raisons d'image et de marges. La diminution de ce chiffre constitue en fait une bonne nouvelle car elle traduit la stratégie de montée en gamme.

Aux Etats-Unis, le distributeur historique de la société exerce dans le moyen de gamme et n'a pas été en mesure de suivre la montée en gamme de Lamarthe. De plus, l'équipe d'acheteurs a changé. Par conséquent, la commercialisation des produits Lamarthe a été arrêtée. Si cela était prévisible, la société n'a pas pu le remplacer par un distributeur en adéquation avec le nouveau positionnement de la gamme. Plusieurs pistes sont à l'étude dont la recherche d'un distributeur ou d'un détaillant haut de gamme, ou encore avec la holding de « Le Sportsac » qui détient plusieurs licences de distribution de marques en rapport avec le niveau de Lamarthe (tel que C Klein). En termes de réseau de distribution, les boutiques en France et en Espagne ont connu une progression des ventes de 48.3% avec six points de vente à fin 2006. A structure comparable, la hausse est de 22% ce qui illustre la montée en gamme et l'intérêt de maîtriser la distribution. La boutique Opéra a été ouverte pour le quatrième trimestre. Les ouvertures des magasins de Madrid et de Dubaï ont été décalées.

M €	2005	2006	Variation
Boutiques France et Espagne	0,89	1,32	48,31%
Grands magasins France et Espagne	5	5,8	16,00%
Multimarques et GM export (hors EU et RU)	5,5	5,8	5,45%
Duty free	0,3	0,37	23,33%

La vente en grands magasins connaît une forte progression notamment à la suite de la rénovation du corner du Printemps Haussmann.

***Des résultats marqués par les investissements dans la montée en gamme***

Les résultats connaissent un décalage dans leur réalisation du fait de l'absence du chiffre d'affaires américain et du retard dans l'ouverture de magasins alors que les coûts d'ouverture sont déjà supportés par la société.

Le taux de marge brute connaît une forte progression (85% vs 72% en 2005) conformément aux prévisions faites lors de l'introduction. Tout d'abord l'usine roumaine fonctionne de manière optimale et couvre désormais 67% de la production, ce qui permet de réduire le recours à la sous-traitance. Les achats consommés sont passés de 3.9 millions d'euros à 2.2 millions d'euros. Ensuite, la progression en gamme, conformément à la stratégie exposée, s'est traduite par une forte hausse des prix.

Si le taux de marge brute est conforme aux prévisions, le résultat d'exploitation est pénalisé par le montant des frais fixes et s'établit à 1M d'euros. Ceci représente tout de même un doublement par rapport à l'exercice précédent, même s'il est en retrait par rapport au 1,8 M€ prévus lors de l'introduction en bourse. Les charges de 2006 comprennent le coût d'ouverture des nouveaux magasins qui n'avaient pas tous contribué à l'activité, et à l'augmentation du budget de publicité. Ces actions porteront leurs fruits en 2007. L'augmentation d'un dixième des frais de personnel s'explique par les embauches d'une personne pour la structure et de personnel pour les magasins et l'usine de Roumanie. La marge d'exploitation s'établit à 7.2% contre 3.5%.

Les frais financiers ne sont pas encore réduits car l'augmentation de capital qui a accompagné l'introduction en bourse n'a porté ses fruits qu'à partir du quatrième trimestre (renégociation de la dette et réaménagement de l'affacturage).

**La marge nette atteint 2.6% contre 1.3%. En fait, on peut supposer que le chiffre d'affaires perdu était très peu rentable puisque les marges se sont améliorées et l'entreprise a su dégager une marge brute plus importante pour investir dans la distribution et le marketing, éléments qui permettent de construire la marque, seul facteur créateur de valeur pour une entreprise de ce type.**

Au niveau du bilan, la même stratégie de montée en gamme a un impact en particulier au niveau des stocks qui passent de 4,7 millions à 7,6 millions d'euros, soit une augmentation de 2.9 millions d'euros. Plusieurs facteurs expliquent cette

évolution. Le premier est la progression en moyenne de 35% de la valeur et du prix de revient de la collection printemps/été (impact de 0.5 M environ). Le lancement de la ligne bagage a pesé pour 0.39 millions d'euros. De même, le recours à des matières plus nobles, qui est également le corollaire de la montée en gamme, explique l'augmentation du stock de matières premières. Le deuxième est le décalage du quatrième trimestre 2006 au premier trimestre 2007 des ventes de fin de série ainsi que des commandes en forte hausse pour des livraisons au premier trimestre 2007 (impact d'un million d'euros). Enfin, l'ouverture des nouveaux magasins (Opéra, Madrid) a nécessité la constitution de stocks, phénomène qui se renouvellera avec la poursuite du développement du réseau de distribution propre. Le financement de l'augmentation des stocks était un des objectifs principaux de l'augmentation de capital qui a accompagné l'introduction de la valeur sur Alternext. De même pour le poste clients qui reflète une forte progression des facturations sur la fin de l'année par rapport à la même période de l'année précédente. Le poste fournisseurs est pénalisé par le recours à de nouveaux fournisseurs, consécutif à la montée en gamme et donc à l'utilisation d'autres matières, dont les délais de règlement sont plus courts que ceux des fournisseurs traditionnels.

L'augmentation de capital consécutive à l'introduction sur Alternext a également permis de financer l'augmentation de 1.2 millions d'euros de l'actif immobilisé. Cette hausse s'explique par le droit au bail de la boutique de Madrid, les frais d'enregistrement des marques sur de nouveaux marchés, le développement du nouveau site internet, la réalisation du film publicitaire diffusé sur le site et enfin l'activation des frais de développement de la nouvelle ligne de bagages.

Les comptes 2006 se soldent donc par des résultats en demi-teinte car la hausse des prix qui accompagne la stratégie de création d'une marque plus haut de gamme s'est traduite par une éviction immédiate de certains clients alors que la nouvelle clientèle visée n'a pas encore pris le relais.

***La progression des ventes permettra de dégager une rentabilité conforme au secteur***

Les prochaines années devraient voir le chiffre d'affaires progresser et les taux de marge s'améliorer, les dépenses principales ayant été engagées pour assurer la croissance.

Prévision de CA (M€)	2007	2008	variation	2009	variation	2010	variation
Lamarthe	16,500	18,975	15,0%	21,800	14,9%	24,198	11,0%
LeSportsac	2,000	4,000	100,0%	7,000	75,0%	7,770	11,0%
Total	18,500	22,975	24,2%	28,800	25,4%	31,968	11,0%

La distribution pour le compte de LeSportsac sera un accélérateur de croissance. En revanche, la marge sur cette activité ne sera que de 30%. Il est vrai que l'activité est moins consommatrice de capitaux et permettra également de mieux exploiter la capacité de distribution de Lamarthe. Nous n'avons pas intégré d'autres accords de distribution qui pourraient être signés dans les mois à venir et qui offriraient un potentiel non moins important.

L'année 2007, en première approche, devrait encore être marquée par les coûts de développement. Le chiffre d'affaires devrait augmenter de 21.6% sous l'effet d'une progression de 15 % des ventes de Lamarthe et d'un apport de 2 M d'euros

de chiffre d'affaires sur Le SPORTSAC. La marge d'exploitation devrait atteindre 7,9% ce qui est encore limité en dépit d'une nouvelle progression du taux de production par l'usine roumaine qui pourrait couvrir 80% des besoins en 2007.

Il faudra attendre 2008 pour voir la stratégie initiée en 2006 porter ses fruits avec une marge d'exploitation de 15.76% et un résultat net de 2,16 millions d'euros. La progression des ventes finira par se traduire dans les résultats de cet exercice et les suivants.

COMPTE DE RÉSULTAT	2007		2008		2009		2010	
Chiffre d'affaires	18,50	100,00%	22,97	100,00%	28,800	100,00%	31,96	100,00%
Résultat d'exploitation	1,463	7,91%	3,622	15,76%	5,054	17,55%	5,763	18,03%
Résultat courant avant impôts	1,135	6,13%	3,222	14,02%	4,595	15,95%	5,328	16,67%
Résultat net - part du Groupe	0,760	4,11%	2,159	9,40%	3,078	10,69%	3,570	11,17%

***Une valorisation qui laisse un fort potentiel d'appréciation si 2008 se révèle conforme aux prévisions***

Nous avons retenu deux approches : les comparables avec deux échantillons différents pour tenir compte de la stratégie de mutation vers le luxe de Lamarthe, le luxe et la maroquinerie et le DCF.

**La méthode des comparables**

La mutation stratégique en cours incite à retenir deux échantillons :

- le premier composé de valeurs de maroquinerie : Antichi Pellettieri, Coach, Todds, LVMH, Hermès ;
- le second composé de valeurs de luxe : Bulgari, Burberry, Antichi Pellettieri, Hermès, LVMH, Christian DIOR, Richemont, Todds.

***Echantillon Maroquinerie***

L'échantillon maroquinerie est le plus proche de l'activité et du positionnement actuel, au regard des résultats obtenus en 2006 et prévisibles pour 2007. Il ne comprend pas Le Tanneur qui est trop spécifique en termes de produits et de distribution ainsi que de taille.

Nous avons retenu les multiples médians. Les valeurs les plus significatives sont celles obtenues sur la base des multiples de l'EBE et du REX. Ces valeurs démontrent clairement que l'appréciation du titre peut être importante mais sur la base des prévisions 2008.

Valeur par action	2006	2007	2008
VE/CA	25,78	28,72	32,67
VE/EBE	10,72	11,34	23,64
VE/REX	8,06	8,99	22,11
PER	6,87	10,67	23,16

### Echantillon Luxe

L'échantillon luxe est celui qui devrait progressivement servir de référence au fur et à mesure du succès de la stratégie mise en œuvre par la société mais aussi avec l'accroissement de la taille de la société résultant du fort taux de croissance prévu.

Là aussi nous avons retenu les multiples médians et les plus pertinents sont ceux basés sur l'EBE et le REX. Le potentiel de hausse est là aussi substantiel pour peu que l'on retienne les prévisions 2008.

Valeur par action	2006	2007	2008
VE/CA	27,86	30,79	34,71
VE/EBE	11,29	12,58	25,65
VE/REX	8,36	10,04	24,00
PER	4,92	5,91	14,12

### le DCF, une valeur cible de 19,66 euros

A l'opposé de la méthode des comparables qui est fondée sur de nombreuses transactions significatives mais sur un univers qui n'est pas homogène, le DCF a le mérite de prendre en compte les flux propres de la société et de les actualiser en fonction de ses caractéristiques intrinsèques (effet de levier, risque, coût de la dette).

Le bêta de la valeur est de 0,89 seulement. Avec les données au 20 avril 2007, le coût des fonds propres s'établit à 9,63%, ce qui est faible pour une société en pleine mutation. Le coût moyen pondéré du capital s'élève à 7,49%.

BETA endetté	0,89
Taux sans risque	4,20%
Primes de risque marché	6,10%
Taux de croissance à LT	1,50%
Coût des fonds propres	9,63%
Taux d'IS	33,33%
Coût brut de la dette	4,25%
Dette financière nette	4,41
Fonds propres comptables	9,63
Effet de levier (D/D+FP)	0,31
CMPC (en fin d'année)	7,49%

Les flux pris en compte sont établis à partir des nouvelles prévisions qui sont conservatrices, en particulier pour 2007 et 2008. Il est considéré que le plein succès de la stratégie de repositionnement de la gamme sera atteint à partir de 2009 ; l'année 2010 constituant l'année normative.

La valeur des fonds propres est de 33,44m€ : soit 19,66 euros par action.

	2007	2008	2009	2010
EBIT	1,463	3,622	5,054	5,763
Taux IS	0,333	0,333	0,333	0,333
EBIT(1-t)	0,976	2,416	3,371	3,844
Investissements corporels	0,800	0,919	1,152	1,279
Dotation aux amortissements	0,591	0,818	1,006	1,279
Variations BFR	1,276	1,741	2,266	1,145
FCFF	-0,510	0,574	0,959	2,699
Valeur actuelle de la valeur terminale	34,914	37,646	40,592	43,769
Valeur actuelle des FCFF	2,782	3,510	3,211	2,503
VALEUR ENTREPRISE	37,849			
VALEUR DES FONDS PROPRES	33,439			

Cependant le poids de la valeur terminale est de 92,6% de la valeur totale ce qui démontre de nouveau que c'est la réussite du plan stratégique, en particulier à partir de 2008, qui fera la valeur de la société.

M €	TAUX DE CROISSANCE		
BETA	1,00%	1,50%	2,00%
0,80	33,01	36,33	40,31
0,89	30,51	33,44	36,85
1,00	27,88	30,37	33,29

Par action	TAUX DE CROISSANCE		
BETA	1,00%	1,50%	2,00%
0,80	19,40	21,36	23,70
0,89	17,93	19,66	21,66
1,00	16,39	17,85	19,57

Le taux de croissance a plus de chance de varier que le bêta. Là encore, la valeur sera tributaire de la capacité de l'entreprise à démontrer qu'elle pourra soutenir un taux de croissance conséquent après 2010. Nous retenons la valeur de 19,66 euros comme valeur théorique, ce qui laisse un potentiel d'appréciation à moyen terme.

Cependant à court terme, nous estimons que la valeur d'équilibre devrait être de 13,50 euros dans l'attente de la publication du chiffre d'affaires de la fin d'année 2007 qui sera le véritable premier test du succès de la stratégie en cours de réalisation.

*Prochaines publications: CAT2 le 20/0707.*

**Antoine NODET**

**01 44 88 77 88**

[anodet@invest-securities.com](mailto:anodet@invest-securities.com)

---

**Détection de conflit d'intérêt**

Corporate Finance	Détention capitalistique de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Intérêt personnel de l'analyste	Contrat d'analyse
Non	Non	Non	Non	Oui

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation d'achat ou de vente des actions émises par Lamarthe. Bien que toutes les précautions nécessaires aient été prises pour s'assurer que les faits mentionnés dans le présent document soient exacts et que les prévisions, opinions et anticipations qu'il contient soient sincères et raisonnables, Invest Securities n'a pas vérifié les informations contenues dans le présent document et en conséquence ni Invest Securities, ni l'un de ses mandataires sociaux, dirigeants ou employés ne peut être tenu pour responsable d'une quelconque manière de son contenu. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour une perte de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu, ou encore liée d'une quelconque manière au Présent document. Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux articles 321-122 à 321-142 du Règlement général de l'AMF.

### ANNEXE 1 : Le Sportsac

Le Sportsac est une marque américaine de sacs et bagages en nylon fondée en 1975. La société mise sur la mode, la fonctionnalité, la légèreté et la durabilité, ce qui constitue un positionnement complémentaire de celui visé par Lamarthe.

Il y a quatre collections par an (contre deux pour Lamarthe conformément aux usages de la profession en Europe).

La société est implantée mondialement et réalise un chiffre d'affaires de 125 millions de dollars (données 2006), en progression de 22%. Ses deux principaux marchés sont actuellement les Etats-Unis avec 43% et l'Asie avec 30%. L'Europe reste donc à conquérir, d'où la recherche d'accords de distribution.

En termes de canaux de distribution, les ventes au détail et en gros s'accaparent chacune 35%, les ventes hors taxes 20% et les ventes sur Internet déjà 10%.

Le modèle économique est basé sur des collections aux modèles récurrents dont l'originalité réside dans le renouvellement fréquent des imprimés.

L'accord entre Lamarthe et Le Sportsac a été signé en septembre 2006 et porte sur cinq ans renouvelable. Il concerne les quatre marchés cibles de Lamarthe : Finance, Espagne, Allemagne et Italie. L'impact sur le chiffre d'affaires se fera sentir dès le premier semestre 2007.

### ANNEXE 2 : Echantillon de valeurs de maroquinerie

Maroquinerie	Cours en €	VE/CA			VE/EBE			VE/REX			PER		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Coach Inc	37,01	6,82	5,69	4,88	16,58	13,66	11,22	17,78	14,49	11,88	29,22	23,93	18,90
Antichi Pellettieri SpA	10,00	2,02	1,66	1,39	14,28	10,02	7,87	17,87	11,52	8,81	34,90	23,81	16,81
Tods	68,05	3,45	3,07	2,73	14,38	12,16	10,41	17,38	14,36	12,09	31,27	24,78	20,87
Lvmh	86,71	2,89	2,68	2,49	12,21	10,95	9,68	14,04	12,58	11,31	22,03	19,84	17,57
Hermes International	106,77	7,15	6,64	6,09	23,30	22,07	20,01	26,44	24,83	22,49	44,86	40,29	35,87
High		7,15	6,64	6,09	23,30	22,07	20,01	26,44	24,83	22,49	44,86	40,29	35,87
Low		0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	1,01	1,01	1,01
Mean		3,89	3,46	3,10	13,62	11,64	10,03	15,75	13,13	11,26	27,21	22,28	18,51
Median		3,17	2,88	2,61	14,33	11,56	10,04	17,58	13,47	11,60	30,25	23,87	18,24
Valeur Lamarthe		43,83	48,82	55,54	18,23	19,28	40,19	13,70	15,29	37,60	11,67	18,14	39,37
Valeur Lamarthe par action		25,78	28,72	32,67	10,72	11,34	23,64	8,06	8,99	22,11	6,87	10,67	23,16

<b>Compte de Résultat</b>				
<b>m€</b>	<b>12/05</b>	<b>12/06</b>	<b>12/07e</b>	<b>12/08e</b>
Chiffre d'affaires	14,13	15,22	18,50	22,98
<i>Variation</i>	0,24	0,08	0,22	0,24
Marge Brute	10,19	12,99	14,28	17,34
<i>Marge Brute (%)</i>	0,72	0,85	0,77	0,75
Excédent Brut d'Exploitation	0,85	1,54	2,05	4,44
<i>Marge Brute d'Exploitation</i>	0,06	0,10	0,11	0,19
Résultat Opérationnel	0,50	1,03	1,46	3,62
<i>Marge d'exploitation</i>	0,04	0,07	0,08	0,16
Résultat courant avant impôt	0,26	0,64	1,13	3,22
Résultat net	0,20	0,39	0,76	2,16
<i>Marge nette</i>	0,01	0,03	0,04	0,09
Résultat net part du groupe	0,20	0,38	0,76	2,16
<i>Marge nette part du groupe</i>	0,01	0,02	0,04	0,09
Résultat net part du groupe avant GW et exceptionnel	0,20	0,38	0,76	2,16
<b>Bilan Actif</b>				
<b>m€</b>	<b>12/05</b>	<b>12/06</b>	<b>12/07e</b>	<b>12/08e</b>
Immo Incorpo	2,09	2,99	2,99	2,99
Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00
Immo Corpo	1,60	1,89	2,10	2,20
Autres actifs non courants	0,16	0,18	0,20	0,22
<b>Total actif non courant</b>	<b>3,85</b>	<b>5,06</b>	<b>5,29</b>	<b>5,41</b>
Stock	4,72	7,64	5,58	6,92
Clients	4,10	3,64	4,31	5,35
autres actifs courants	3,45	3,91	2,89	3,59
VMP	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités	0,20	1,26	2,49	2,48
<b>Total trésorerie</b>	<b>0,20</b>	<b>1,26</b>	<b>2,49</b>	<b>2,48</b>
<b>Total actif courant</b>	<b>12,47</b>	<b>16,44</b>	<b>15,26</b>	<b>18,34</b>
<b>Total actif</b>	<b>16,32</b>	<b>21,51</b>	<b>20,56</b>	<b>23,75</b>
<b>Bilan Passif</b>				
<b>m€</b>	<b>12/05</b>	<b>12/06</b>	<b>12/07e</b>	<b>12/08e</b>
Fonds propres part du groupe	4,90	9,63	10,39	12,55
Intérêts minoritaires	0,01	0,01	0,01	0,01
<b>Fonds propres</b>	<b>4,91</b>	<b>9,64</b>	<b>10,40</b>	<b>12,56</b>
provisions pour risques et charges	0,75	0,78	0,85	0,90
Dettes financières non courantes	6,19	5,68	3,74	3,38
Autre passif non courant	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Total passif non courant</b>	<b>6,94</b>	<b>6,45</b>	<b>4,59</b>	<b>4,28</b>
Fournisseurs	3,27	3,97	4,05	5,04
Dettes financières courantes	0,00	0,00	0,00	0,00
Autre passif courant	1,21	1,46	1,52	1,89
<b>Total passif courant</b>	<b>4,48</b>	<b>5,43</b>	<b>5,58</b>	<b>6,92</b>
<b>Total passif</b>	<b>16,33</b>	<b>21,52</b>	<b>20,57</b>	<b>23,76</b>
<b>Eléments de bilan</b>				
<b>m€</b>	<b>12/05</b>	<b>12/06</b>	<b>12/07e</b>	<b>12/08e</b>
Fonds de roulement	8,75	11,80	10,55	12,32
BFR d'exploitation	5,56	7,31	5,83	7,24
BFR	7,79	9,76	7,20	8,94
Capitaux employés (hors goodwill)	11,48	14,64	12,29	14,13
Capitaux employés (inclus goodwill)	11,48	14,64	12,29	14,13
Endettement net	5,99	4,41	1,25	0,91
Dettes nettes / Fonds propres	1,22	0,46	0,12	0,07
<b>Cash Flow Statement</b>				
<b>m€</b>	<b>12/05</b>	<b>12/06</b>	<b>12/07e</b>	<b>12/08e</b>
Résultat net	(3,65)	0,38	0,76	2,16
DAP nettes	(0,35)	(0,51)	(0,59)	(0,82)
<b>Cash Flow Brut</b>	<b>(3,30)</b>	<b>0,89</b>	<b>1,35</b>	<b>2,98</b>
Variation du BFR	(2,10)	(1,97)	2,56	(1,74)
Investissements	(0,60)	(0,68)	(0,80)	(1,04)
<i>dt investissements de maintenance</i>				
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(6,00)</b>	<b>(1,76)</b>	<b>3,11</b>	<b>0,20</b>
Investissements financiers				
Cessions immobilisations				
Distribution	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital		4,00		
autres				
<b>Variation du cash net</b>	<b>(6,00)</b>	<b>2,24</b>	<b>3,11</b>	<b>0,20</b>

Les informations contenues dans ce document, puisées aux meilleures sources ne sauraient engager notre responsabilité en cas d'erreur ou d'omission.

REPRODUCTION INTERDITE SAUF AUTORISATION