

Recommandation : **ACHAT**

Lamarthe

Secteur : Maroquinerie

Cours au 11/03/08: **7,55 €**

Un titre défensif pour une situation de croissance

Valorisation **12,7 €**

Type de marché: Alternext

code bloomberg: ALLMR:FP
code reuters: ALLMR.PA
code ISIN: FR0010311597
Nombre d'actions: 1 701 373
Capi. boursière (m€): 12,8
Flottant: 39,0%

Actionnariat

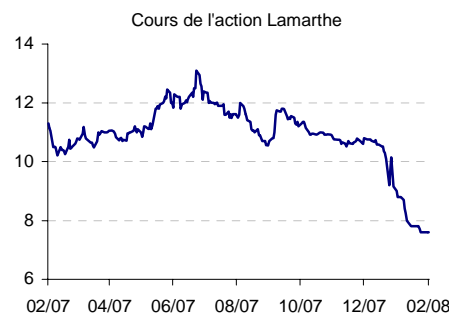
Copernico	54%
Galileo	7%
Flottant	39%

Ratios	12/07	12/08e	12/09e
PE	19,4	8,4	5,3
P / CF	12,6	6,8	4,7
VE / CA	1,1	0,84	0,60
VE / EBITDA	10,9	5,8	3,7
VE / ROP	13,9	6,6	4,0
VE / CE	1,1	1,0	0,9

données par action	12/07	12/08e	12/09e
Bpa déclaré	0,39	0,90	1,42
Bpa dilué ajusté	0,39	0,90	1,42
var.	39%	132%	57%
FCF/actions diluées	-0,7	0,2	0,8

Chiffres clés (m€)	12/07	12/08e	12/09e
CA	16,3	21,3	27,2
Var.	13,9%	30,8%	27,5%
ROC	1,3	2,7	4,1
roc (%)	8,0%	12,7%	15,1%
ROP	1,3	2,7	4,1
marge op (%)	8,0%	12,7%	15,1%
RNpg publié	0,7	1,5	2,4
Marge	4,1%	7,2%	8,9%
RNpg ajusté	0,7	1,5	2,4
Marge	4,1%	7,2%	8,9%
ROCE	7,9%	15,3%	22,1%
ROE	6,4%	12,9%	16,8%
gearing	52,8%	43,2%	25,8%

Perf.	1 mois	3 mois	1 an
Absolute	-16,1%	-34,7%	-33,2%



Lamarthe a réalisé en 2007 un CA de 16,3m€ en progression de 13,9%. La politique de création d'un réseau de boutiques, malgré les décalages, commence à porter ses fruits. L'année 2007 est également marquée par le développement des accords de licence ou de partenariats conformément au plan stratégique présenté lors de l'introduction en bourse. Même si le premier semestre, avec environ 40% du CA n'est pas le plus important de l'année, il s'est néanmoins soldé par des résultats de bonne facture.

L'année 2008 devrait voir le plein effet de l'achèvement de la politique industrielle de la société avec les quatre cinquième de la production réalisés en interne ce qui permettra de voir progresser de nouveau la marge brute. Le CA portera aussi la marque de l'exploitation en année pleine des accords de partenariats désormais au nombre de quatre. Les résultats devraient poursuivre leur amélioration conformément aux prévisions. Un nouvel objectif de la société est de se concentrer sur sa structure financière. La croissance est fortement consommatrice de BFR, or le développement devrait être soutenu au moins jusqu'en 2010 en raison des efforts commerciaux engagés sur la gamme Lamarthe (avec une prévision de croissance de 15% par an).

La valorisation actuelle accorde plus de poids aux points faibles de la société et aux difficultés initiales de mise en œuvre de la stratégie présentée lors de l'introduction en bourse qu'au potentiel. L'évaluation par les DCF, avec une valeur théorique de 13,8€, illustre clairement cette situation.

Le titre constitue une valeur en croissance, qui mérite d'être prise en considération dans un marché qui s'annonce très volatile pour les mois à venir.

La société a une maîtrise croissante de sa distribution ce qui est un atout clef dans ce secteur et lui permettra de s'assurer la réussite de son plan de développement. Elle n'est par ailleurs pas sensible au problème du subprime ou aux évolutions de taux d'intérêt ni au dollar car l'essentiel de ses ventes se fait en Europe (France et Espagne). Pratiquement absente des Etats-Unis et peu présente en Asie, en comparaison d'autres acteurs du secteur, la société a, en revanche, su se placer dans les régions qui bénéficient des tendances économiques structurelles (i.e. Russie et Moyen-Orient).

L'activité 2007 confirme le plan stratégique

Le chiffre d'affaires total de Lamarthe pour 2007 s'élève à 16,25m€ en progression de 13,9% pour un objectif de 15%. Cela s'explique en partie par la grève des transporteurs italiens qui a pénalisé les ventes de décembre à hauteur de 245k€, soit 2,8% du total des ventes de 2007. Sans cet événement, la croissance eût été de 15,6%.

Les ventes en France (36,3% du CA total) ne progressent que de 3,8% pour l'ensemble de l'année en raison d'une conjoncture difficile pour l'ensemble du secteur au troisième trimestre et de l'impact de la grève des transports au quatrième trimestre. Cette conjoncture difficile qui a caractérisé le marché de la maroquinerie n'a connu une inversion qu'en Décembre.

De plus, dans un marché à maturité, la marque est fortement tributaire des ouvertures de magasins. Or si le magasin Opéra a confirmé des réalisations en ligne avec les objectifs pendant les six mois d'exploitation, l'ouverture du magasin situé dans le Marais, initialement prévue pour novembre 2007, a été décalée à mars 2008. Par ailleurs, le repositionnement vers le haut de gamme avec les augmentations de prix qui le caractérise, se traduit par des délais d'ajustement en termes de clientèle qui ne sont pas négligeables.

Enfin la distribution multimarques connaît toujours des difficultés et pour y faire face, Lamarthe va poursuivre sa politique de corners par l'ajout de cinq corners aux treize existants.

Les ventes en Espagne qui avait baissé de 0,7% au premier semestre ont progressé de 9,3% au deuxième semestre ce qui illustre la pertinence de la politique commerciale poursuivie avec constance sur ce marché. Pour l'ensemble de l'exercice, les ventes progressent de 4,7%. Ce marché est d'un poids équivalent au marché français et semble rencontrer le même niveau de saturation. La conjoncture a été similaire à celle du marché français. Et le contraste est le même avec les difficultés de la distribution multimarques et le succès des grands magasins (El Corte Inglés) et des magasins en propres. Le deuxième magasin en propre qui n'avait pu ouvrir pour le quatrième trimestre 2006 a été opérationnel sur la quasi-totalité de l'exercice 2007.

La forte croissance recherchée du chiffre d'affaires ne peut donc provenir que des autres marchés européens et de l'export hors Europe. Les ventes sur les autres marchés que la France et l'Espagne ont progressé de 50% en 2007. Les deux marchés stratégiques que sont l'Allemagne et l'Italie conservent un fort potentiel. En Allemagne, où Lamarthe a mis en œuvre la stratégie de distribution en grands magasins qui lui a réussi en France et en Espagne, les ventes ont progressé de 70% ce qui illustre la pertinence de cette stratégie pour le marché européen. En Italie, le quintuplement des ventes porte sur une base qui n'est pas pertinente.

M €	2006	2007	Répartition	Variation
France	5,7	5,9	36,2%	3,8%
Export	8,6	10,4	63,8%	20,6%
<i>dont Espagne</i>	<i>5,6</i>	<i>5,9</i>	<i>36,3%</i>	<i>4,7%</i>
<i>dont autres marchés</i>	<i>3,0</i>	<i>4,5</i>	<i>27,5%</i>	<i>50,7%</i>
Total consolidé	14,3	16,3	100,0%	13,9%
Impact grève		0,2	2,8%	
Retraité de l'impact des grèves	14,3	16,5		15,6%

Les succès sont à noter sur des marchés qui bénéficient du contexte économique mondial caractérisé par la hausse des matières premières, en particulier énergétiques et que la société a su judicieusement exploiter. Les ventes se sont fortement développées en Russie et au Moyen-Orient où la poursuite des ouvertures de points de vente est prévue.

En Russie, mais aussi en Ukraine et dans l'ensemble des anciennes républiques soviétiques, Lamarthe bénéficie du savoir-faire d'un distributeur spécialisé dans la maroquinerie et qui s'occupe également de marques concurrentes avec le même succès. Les principaux points de vente se trouvent à Moscou, Saint-Petersbourg et Rostok.

Dans les Emirats Arabes Unis, la boutique de Dubaï a confirmé le potentiel local ce qui incite le distributeur à ouvrir une deuxième boutique selon le même concept dans la région.

En ce qui concerne l'Asie, Lamarthe est absent de Chine et d'Inde. En Chine, les investissements à réaliser pour obtenir un résultat notoire sont très lourds et les loyers sont trop élevés pour dégager rapidement une rentabilité suffisante. En revanche, la société a procédé à des ouvertures de comptes à Hong-Kong ainsi qu'à Kuala Lumpur et à Singapour avec deux enseignes (Robinson et Takishimai). Au Japon, la société va arrêter le recours à un distributeur exclusif et va chercher de nouveaux partenaires.

Aux Etats-Unis, la société continue de travailler avec des chaînes dont le positionnement est de moyenne gamme mais a initié des relations avec les bureaux d'achat parisiens de magasins plus conformes au positionnement recherché par Lamarthe (Sach's, Bloomingdale...).

Le développement innovant de la stratégie commerciale concerne l'ouverture d'une boutique officielle sur Internet. L'ouverture est prévue pour le mois de juin et le point de vente virtuel, outre son impact induit sur les ventes réelles, devrait générer un CA équivalent à un magasin réel.

Les résultats portent les fruits de choix industriels

Les résultats du S1/07 se révèlent conformes aux prévisions même si le premier semestre n'est pas le plus significatif. Le taux de marge brute continue de progresser sous l'effet de l'amélioration du mix-produit et de la progression des prix. La sous-traitance a été ramenée à 40% grâce à la poursuite de l'activité de l'usine en Roumanie, pays qui présente désormais l'avantage de faire partie de l'UE. La production en propre est donc de 60%. Le résultat d'exploitation atteint 174k€, soit 2,3% du CA alors qu'il n'était que de 61k€ au S1/06, soit 1% du CA. (7,2% pour l'ensemble de 2006 du fait de la saisonnalité). Ce résultat a été obtenu en dépit d'une hausse de 14% des frais de personnel (essentiellement dû à l'ouverture des deux nouvelles boutiques et du développement de la production en Roumanie). Les frais de publicité ont été augmenté de 300K€.

Les coûts en augmentation illustrent la poursuite de la stratégie annoncée du groupe : augmentation de la marge brute pour consacrer des ressources à la maîtrise du réseau de distribution et à l'augmentation de valeur de la marque. En revanche, les frais financiers ont augmenté du fait de la progression de la dette financière (hausse du BFR liée à la progression du chiffre d'affaires) et de la hausse des taux.

En termes de structure financière, l'actif immobilisé reste stable par rapport au 31 décembre. En revanche, l'actif circulant passe de 16,4m€ à 17,5m€ en raison de l'augmentation des stocks de 1,1m€. Cela traduit des commandes pour le deuxième semestre en forte progression mais est aussi le fait de l'internalisation de la production. En effet, les fournisseurs sont restés stables à 4,5m€. L'endettement financier est resté stable à 5,7m€.

Les résultats du premier semestre nous incitent à penser que les objectifs fixés pour 2007 seront tenus. Le plus important pour l'exercice 2007 est toutefois la mise en œuvre de la stratégie de licences qui devrait pleinement porter ses fruits en 2008. Tout d'abord le contrat avec LeSportsac va générer un chiffre d'affaires additionnels de 2m€.

C'est une activité lucrative et qui mobilise peu de capitaux car Lamarthe commence par vendre les produits puis est livré. En revanche, Lamarthe doit assurer la promotion de la marque dans les pays sous gestion. La limite est actuellement la capacité de la société américaine à faire face à la demande. Toutes les commandes ne peuvent pas être honorées. La situation devrait redevenir normale au deuxième semestre. Cette situation illustre le fort potentiel de la marque américaine. Fondée en 1975, elle réalise 125m\$ de CA en 2006, en progression de 22% par rapport à 2005. Les produits sont en nylon ce qui est complémentaire des produits Lamarthe. Les sacs et bagages connaissent un renouvellement rapide des modèles (contrairement aux lignes de luxe avec deux saisons) et misent sur la mode, la fonctionnalité, la légèreté et la durabilité. La cible est une clientèle à la recherche de produits à la mode et très fonctionnels.

Tommy Hilfiger s'est lancé dans la diversification vers les accessoires : sacs, petite maroquinerie et bagages depuis 2004. La cible est une clientèle à la recherche de qualité à un prix abordable. Lamarthe a un contrat d'agent pour le marché espagnol qui est le premier marché en Europe pour la marque américaine. Le but de Lamarthe pour ce contrat qui expire en juin 2009, est de consolider la position de leader en distribution sélective, réseau qui est au cœur du savoir-faire de Lamarthe.

Lamarthe a signé en 2006, un contrat d'agent pour la France avec la marque italienne PIQUADRO. La société créée en 1987 vise une clientèle exigeante, sensible à l'innovation et fréquemment en déplacement ou du moins en mouvement. Pour cela, elle propose des produits conciliant technique pour faire un produit robuste, innovation pour offrir des fonctionnalités développées et originalité grâce à un design fort. La société réalise un chiffre d'affaires de 35,7m€ en progression de 52% par rapport à l'année précédente. La contribution en termes d'activité pour Lamarthe est symbolique (environ 0,1m€) mais lui permet d'étoffer son offre en particulier sur le segment masculin alors que l'essentiel des ventes de produits Lamarthe se fait sur le marché féminin. L'objectif est de faire référencer la marque dans le réseau français actuellement travaillé par Lamarthe.

Dernier contrat signé et qui sera effectif pour la saison Printemps-été 2008, Kallisté, marque italienne de chaussures créée en 1968 et qui réalise un chiffre d'affaires de 9m€ (+18% par rapport à l'année précédente). Il s'agit de sacs glamour, chic et de très haut de gamme s'adressant à une clientèle réduite mais dotée de moyens parmi les plus élevés dans le monde. Outre le fait que cela rehausse l'image de l'ensemble, le potentiel est considérable et pourrait porter

dans les prochaines années sur plusieurs millions d'euros, la société assurant fabrication et distribution.

Le chiffre d'affaires des trois prochaines années devrait augmenter fortement et permettre une amélioration des marges.

L'année 2008 devrait voir une nouvelle augmentation des ventes sous l'effet conjugué de la poursuite du développement des ventes des produits Lamarthe et des ventes des produits sous licence qui donneront leur effet en année pleine. Un rythme de 15% par an est soutenable auquel viendront s'ajouter la contribution des différents contrats. Pour LeSportsac, nous maintenons nos prévisions avec une progression de 2m€ en 2008. La raison pour laquelle cet objectif ne serait pas atteint serait des difficultés pour la société américaine de pouvoir faire face à la demande comme ce fut le cas en 2007 (taux de service de 79% seulement au S1). Pour les trois autres partenariats, nous n'avons intégré que 0,3m€ de contribution de Kallisté en 2008 sachant que les objectifs annoncés à plus long terme sont ambitieux : 10m€ avec LeSportsac en 2009, 4m€ avec Kallisté en 2010 et 0,6m€ en 2009 pour Tomy Hilfiger. Pour notre part, nous avons retenu des objectifs plus modérés pour Kallisté (1,2m€ en 2010) qui nous semble devoir faire ses preuves : il n'est pas acquis que Lamarthe arrive à percer sur le très haut de gamme en un délai aussi court.

Outre la croissance de l'activité, le redéploiement industriel vers la Roumanie se poursuit et permettra d'améliorer les marges. La production en interne va passer de 60% à 80%. Le reste sera sous-traité essentiellement en Chine et concernera les produits de plus faible valeur, c'est-à-dire en tissu. Les matières premières qui étaient jusqu'au mois de février stockées en Italie, le seront désormais en Roumanie réduisant le coût de l'immobilier mais aussi de transport et de manutention. Cette nouvelle organisation permettra également une meilleure maîtrise du BFR qui constitue actuellement la principale cause de l'augmentation de l'endettement. Une série de mesures souvent de faible portée vont également avoir pour effet de contribuer dans leur ensemble à l'amélioration des marges. Cet accent mis sur la production en Roumanie doit toutefois, selon nous, être tempéré par les risques inflationnistes sur les salaires locaux ainsi que sur les autres facteurs de production (transports, immobilier...).

Prévisions de CA	2008e	variation	2009e	variation	2010e	variation
Lamarthe et contrats agent (TH et Piquadro)	17,0	14,6%	19,5	15,0%	22,5	15,3%
LeSportsac	4,0	174,0%	7,0	75,0%	9,0	28,6%
KALLISTE	0,3		0,6	40,0%	1,2	100,0%
Total	21,2	30,8%	27,1	27,5%	32,7	20,6%

Source: Invest Securities

Autre facteur d'amélioration des marges, la maîtrise de la distribution. Actuellement, la société dispose de huit points de vente. Elle projette d'en ouvrir un nouveau dans le Marais à Paris (ouverture prévue pour Mars 2008), un autre en province (deuxième semestre 2008) et un au Moyen-Orient (deuxième semestre 2008).

L'année 2008 devrait voir la stratégie initiée en 2006 porter ses fruits avec une marge d'exploitation de 10,6% et un résultat net de 1,2m€. La progression des ventes finira par se traduire dès les résultats de cet exercice.

Les années suivantes devraient voir le chiffre d'affaires continuer de progresser (développement des corners chez les multimarques les plus prometteurs pour enrayer le déclin de ce circuit de distribution, 18 en 2008 contre 13 précédemment, nouvelles boutiques en propre) et les taux de marge de s'améliorer, les dépenses principales ayant déjà été engagées pour assurer la croissance.

Le succès en termes de rentabilité sera fortement tributaire du développement des ventes, sachant qu'à partir de 2008, il y aura peu à attendre de la hausse des prix unitaires, le repositionnement gamme/prix étant alors achevé.

En termes de structure financière, la société va se concentrer sur la génération de cash, l'augmentation actuelle de l'endettement étant liée à la progression de l'activité et au développement des boutiques en propre qui entraînent une hausse du BFR.

m€	2007	Répartition	2008	Répartition	2009	Répartition	2010	Répartition
CA	16,25	100%	21,248	100%	27,088	100%	32,679	100%
REX	1,13	6,94%	2,25	10,6%	3,44	12,7%	4,87	14,9%
RC	0,82	5,07%	1,85	8,7%	2,95	10,9%	4,31	13,2%
Rés Net	0,55	3,40%	1,24	5,8%	1,97	7,3%	2,89	8,8%

Source: Invest Securities

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

Nous avons retenu deux approches : les comparables et le DCF. Les méthodes par les autres flux (dividendes, ROp ...) nous semblent devoir être écartées.

La méthode des comparables

La mutation stratégique en cours incite à ne plus retenir qu'un échantillon contre deux dans les études précédentes. L'échantillon comprend des valeurs dont la liquidité est importante et permet donc de dégager des ratios significatifs ou bien des sociétés dont le positionnement produits et marchés sont proches. Les valeurs retenues sont les suivantes : Antichi Pellettieri, Barbara Bui, Coach, Hermès, LVMH, Mulberry, Piquadro, Tods

Nous avons retenu les multiples médians. Les valeurs obtenues démontrent clairement que l'appréciation du titre repose sur un respect strict des prévisions de résultats à l'horizon 2009.

	VE/CA 08	VE/CA 09	VE/Ebit 08	VE/Ebit 09	PER 08	PER 09
Compagnie Financiere Richemont	4,1	3,7	20,6	17,9	15,0	13,5
Coach Inc	2,8	2,5	7,5	6,5	13,1	11,4
Hermes International	4,6	4,2	17,8	16,0	28,4	25,7
Bulgari SpA	2,0	1,8	12,3	10,8	13,9	12,5
Antichi Pellettieri SpA	1,1	0,9	7,6	6,1	14,3	11,5
Tods	1,7	1,6	8,8	7,9	15,2	13,6
Lvmh	2,2	2,0	10,6	9,7	15,1	13,5
Christian Dior SA	1,0	0,9	4,7	4,3	13,1	11,5
Burberry Group Plc	1,7	1,6	8,3	7,4	12,1	10,7
Moyenne des ratios	2,4	2,1	10,9	9,6	15,6	13,8
Valeur des fonds propres de Lamarthe	45,2	54,6	24,4	35,8	23,9	33,2

Source: Invest Securities

Le DCF, une valeur cible ramené à 12,7€ en partie du fait des conditions de marché

A l'opposé de la méthode des comparables qui est fondée sur de nombreuses transactions significatives mais sur une minorité du capital et 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). Il s'agit donc d'une valeur globale la plus exhaustive possible. C'est la plus significative à long terme.

Par rapport à notre précédente étude, si les prévisions n'ont pas connu de modifications substantielles, les données contribuant au calcul du CMPC ont connu de fortes évolutions. Le bêta de la valeur est passé de 0,89 à 0,84. Cela peut s'expliquer par deux facteurs, une meilleure connaissance de la valeur par les investisseurs et donc une plus grande confiance mais aussi une relative stabilité du secteur par rapport aux autres secteurs. On remarquera d'ailleurs, que la valeur est restée stable par rapport à la note de mai dernier.

BETA endetté	0,84
Taux sans risque	4,47%
Primes de risque marché	7,09%
Taux de croissance à LT	2,00%
Coût des fonds propres	10,40%
Taux d'IS	33,33%
Coût brut de la dette marginale	5,75%
Dette financière nette moyenne	1,98
Fonds propres comptables	9,6
Effet de levier (D/D+FP)	0,31
CMPC	9,27%

Source: Invest Securities

	2008e	2009e	2010e
EBIT	3,6	5,1	5,8
Taux IS	0,3	0,3	0,3
EBIT(1-t)	2,4	3,4	3,8
Investissements corporels	0,9	1,2	1,3
Dotation aux amortissements	0,8	1,0	1,3
Variations BFR	1,7	2,3	1,1
FCFF	0,6	1,0	2,7
Valeur actuelle de la valeur terminale	37,6	40,6	43,8
Valeur actuelle des FCFF	3,5	3,2	2,5

Source: Invest Securities

En revanche, le taux sans risque est passé de 4,2% à 4,5% et la prime de risque du marché est passée de 6,1% à 7,1%. Ce phénomène pourrait être passager, les niveaux du marché et donc l'espérance de rentabilité étant en avance sur les révisions de profits. Le coût des fonds propres ressort à 10,4% contre 9,63%, ce qui reste faible pour une société en pleine mutation. Le coût moyen pondéré du capital s'élève à 9,3% contre 7,5%. Cela s'explique par une dette financière nette moins élevée et calculée sur un niveau moyen pour tenir compte de la saisonnalité d'où une diminution de l'effet de levier. Nous avons également tenu compte du nouveau contexte du marché du crédit en remontant le taux d'intérêt de 4,3% à 5,8%.

Les flux pris en compte sont établis à partir des nouvelles prévisions qui sont conservatrices. Il est considéré que le plein succès de la stratégie de repositionnement de la gamme sera atteint à partir de 2010 ; l'année 2011 constituant l'année normative.

La valeur des fonds propres est de 21,4m€ contre 33,4m€ lors de notre étude de mai, soit 12,7€ contre 19,7€ par action.

Cependant, le poids de la valeur terminale, revenu de 92,6% à 89,9% de la valeur totale, démontre de nouveau que c'est la réussite du plan stratégique, en particulier à partir de 2009, qui fera la valeur de la société.

Sensibilité au bêta et au taux de croissance

m€	Taux de croissance		
BETA	1,50%	2,00%	2,50%
0,8	20,5	22,5	24,3
0,84	19,7	21,4	23,2
0,9	18,6	20,1	21,8

Par action	Taux de croissance		
BETA	1,50%	2,00%	2,50%
0,8	12,1	13,3	14,3
0,84	11,6	12,6	13,7
0,9	11,0	11,8	12,8

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 12,7€
comme valeur théorique, ce qui laisse un potentiel d'appréciation à moyen terme.

Prochaines publications: résultats 2007 le 03/04/08.

Antoine NODET

01 44 88 77 93

anodet@invest-securities.com

ANNEXE 1 : Echantillon de valeurs

	Compagnie Financiere Richemont	Coach	Hermes	Bulgari	Antichi Pellettieri	Le Tanneur	Lamarthe	Tods	Lvmh	Christian Dior	Burberry Group
Date de clôture	31-mars-07	30-juin-07	31-déc-06	31-déc-06	31-déc-06	31-déc-06	31-déc-06	31-déc-06	31-déc-06	31-déc-06	31-mars-07
Monnaie	EUR	USD	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	GBP
PROFITABILITY											
Return on Assets	14,8%	32,6%	14,0%	12,6%	3,1%	0,9%	2,6%	9,7%	6,6%	2,5%	15,5%
Return on Equity	18,6%	42,8%	19,2%	19,0%	11,1%	3,4%	5,7%	13,3%	18,7%	16,9%	28,1%
EBITDA/Sales (EBITDA margin)	33,2%	41,1%	29,6%	16,1%	16,1%	2,3%	10,8%	23,9%	24,0%	22,7%	21,7%
EBIT/Sales (EBIT Margin)	30,2%	38,0%	27,0%	16,1%	10,1%	0,7%	6,6%	21,1%	20,0%	19,5%	18,3%
Pretax Income/Sales	30,8%	39,6%	27,0%	15,6%	7,3%	0,7%	3,8%	19,8%	19,7%	18,6%	18,4%
After Tax Income/Sales	27,5%	24,4%	18,0%	13,6%	4,8%	0,9%	2,7%	11,7%	14,1%	13,3%	13,0%
Profit Margin	27,5%	25,4%	17,7%	13,5%	3,8%	0,6%	2,7%	11,5%	12,3%	5,0%	13,0%
ASSET UTILIZATION											
Sales to Working Capital (x)	1,77	2,66	2,07	1,92	9,31	8,86	2,27	2,39	6,47	8,39	9,12
Sales to Total Assets (x)	0,54	1,28	0,79	0,93	0,82	1,64	0,96	0,84	0,54	0,49	1,2
Sales to Fixed Assets (x)	6,23	7,83	2,92	9,38	11,9	14,82	10,56	5,69	3,11	3	5,16
CAPITAL STRUCTURE											
Financial Leverage	9,9%	0,2%	4,8%	12,8%	nc	135,7%	58,9%	4,0%	50,3%	138,4%	33,8%
Payout Ratio	25,7%	0,0%	37,8%	55,5%	nc	64,5%	0,0%	45,8%	36,5%	32,2%	41,4%
Net Debt / Shareholder Equity	9,9%	0,2%	4,8%	12,8%	74,5%	135,7%	58,9%	4,0%	50,3%	138,4%	33,8%
Net Debt / EBITDA	-71,3%	-110,1%	-123,1%	29,9%	nc	704,1%	285,9%	-66,1%	89,0%	127,5%	1,5%
Return on Capital Employed	34,7%	35,9%	21,5%	21,4%	26,8%	5,0%	5,1%	18,4%	27,5%	28,2%	42,8%
Inventory to Working Capital	59,0%	21,9%	47,9%	97,9%	106,2%	159,6%	69,3%	70,1%	156,0%	182,2%	160,6%
Book Value	7 511 000	1 910 354	1 409 000	734 875	nc	7 764	9 629	519 853	10 603 000	4 948 000	396 900
Net Tangible Assets	7 397 000	1 684 695	1 353 600	638 651	nc	5 352	6 753	339 790	-2 161 000	-11 057 000	263 300
Net Debt	-1 141 000	-1 182 716	-551 300	47 783	nc	7 625	4 414	-90 573	3 264 000	4 631 000	2 800

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 : France, Espagne, Allemagne et Italie. L'impact sur le chiffre d'affaires se fera sentir dès le premier semestre 2008.

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.

Compte de Résultat (m€)	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e	12/10e
Chiffre d'affaires	14,1	14,3	16,3	21,3	27,2	32,8
<i>Variation</i>		1%	14%	31%	28%	21%
Marge Brute	10,2	12,1	13,7	16,5	20,0	24,1
<i>Marge Brute (%)</i>	72%	84%	84%	78%	74%	74%
Excédent Brut d'Exploitation	0,8	1,5	1,7	3,1	4,5	6,1
<i>Marge Brute d'Exploitation</i>	6%	11%	10%	14%	16%	19%
Résultat Opérationnel Courant	0,5	1,0	1,3	2,7	4,1	5,7
<i>Marge Opérationnelle Courante</i>	4%	7%	8%	13%	15%	18%
Résultat Opérationnel	0,5	1,0	1,3	2,7	4,1	5,7
<i>Marge opérationnelle</i>	4%	7%	8%	13%	15%	18%
Résultat courant avant impôt	0,3	0,6	1,0	2,3	3,6	5,2
Résultat net	0,19	0,38	0,66	1,53	2,41	3,45
<i>Marge nette</i>	1%	3%	4%	7%	9%	11%
Résultat net part du groupe	0,2	0,4	0,7	1,5	2,4	3,5
<i>Marge nette part du groupe</i>	1%	3%	4%	7%	9%	11%
Résultat net part du groupe ajusté	0,2	0,5	0,7	1,5	2,4	3,5
Bilan actif (m€)	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e	12/10e
Immo Incorpo	2,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Immo Corpo	1,6	1,9	2,3	2,8	3,2	3,7
Autres actifs non courants	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Total actif non courant	3,9	5,1	5,5	6,0	6,4	6,8
Stocks	4,7	7,6	8,7	10,0	11,4	12,6
Clients	4,1	3,6	4,1	4,8	5,4	6,0
autres actifs courants	3,4	3,9	4,5	5,1	5,8	6,4
Total trésorerie	0,2	1,3	0,2	0,5	2,0	4,8
Total actif courant	12,5	16,4	17,5	20,5	24,7	29,8
Total actif	16,3	21,5	23,0	26,4	31,1	36,6
Bilan passif (m€)	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e	12/10e
Fonds propres part du groupe	4,9	9,6	10,4	11,9	14,3	17,8
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fonds propres	4,9	9,6	10,4	11,9	14,3	17,8
provisions pour risques et charges	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Dettes financières non courantes	6,2	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Autres passifs non courants	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total passif non courant	6,9	6,5	6,4	6,5	6,4	6,4
Fournisseurs	3,3	4,0	4,5	5,9	7,5	9,1
Dettes financières courantes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres passifs courants	1,2	1,5	1,7	2,2	2,8	3,3
Total passif courant	4,5	5,4	6,2	8,1	10,3	12,4
Total passif	16,3	21,5	23,0	26,4	31,1	36,6
Eléments de bilan (m€)	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e	12/10e
Fonds de roulement	8,8	11,8	12,1	13,2	15,1	18,1
BFR d'exploitation	5,6	7,3	8,3	8,9	9,3	9,5
BFR	7,8	9,8	11,1	11,9	12,4	12,6
Capitaux employés (hors goodwill)	11,5	14,6	16,4	17,6	18,6	19,3
Capitaux employés (inclus goodwill)	11,5	14,6	16,4	17,6	18,6	19,3
Endettement net	6,0	4,4	5,5	5,1	3,7	0,9
Gearing	122%	46%	53%	43%	26%	5%
Cash Flow Statement (m€)	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e	12/10e
Résultat net	0,2	0,4	0,7	1,5	2,4	3,5
DAP nettes	(0,4)	(0,5)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)
Autres impacts non cash						
Cash Flow Brut	0,5	0,9	1,0	1,9	2,8	3,8
Variation du BFR	(2,1)	(2,0)	(1,4)	(0,8)	(0,5)	(0,2)
Investissements	(0,6)	(0,7)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)
<i>dt investissements de maintenance</i>						
Free Cash Flow	(2,2)	(1,8)	(1,1)	0,3	1,4	2,8
Investissements financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cessions immobilisations	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Distribution	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0
autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation du cash net	(2,1)	2,3	(1,1)	0,3	1,4	2,8

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