

Groupe MARE NOSTRUM

Travail Temporaire

France

12 novembre 2020

Euronext Growth Paris

Code ISIN : FR0013400835

Mnémonique : ALMAR

Calendrier

CA 2020 27/01/2021

Actionnariat

- Actionnaires historiques - concert 81,4%

- Flottant 18,6%

Valorisation

 Cours 2,90 €
 Capitalisation 22 M€
 Fair Value 3,64€ par action

Données Financières

	2018	2019	2020e	2021p	2022p
CA (M€)	148,6	164,5	123,1	137,8	160,3
Evolution (%)	35,8%	10,7%	-25,2%	11,9%	16,3%
EBE (M€)	2,8	3,2	-1,4	1,9	4,2
REX (M€)	2,2	2,1	-3,6	0,4	2,7
Marge d'explt (%)	1,5%	1,3%	-2,9%	0,3%	1,7%
Res. Net. Pg (M€)	1,2	0,3	-4,5	-0,2	0,9
Marge nette (%)	0,8%	0,2%	-3,6%	-0,2%	0,5%

Ratios Financiers

	2018	2019	2020e	2021p	2022p
VE / CA	0,27	0,25	0,33	0,29	0,25
VE / EBE	14,6	12,5	-28,4	20,9	9,7
VE / ROP	18,6	19,5	-11,3	93,1	15,0
P / E	17,7	73,0	-4,9	-100,6	25,2
Gearing (%)	265%	130%	162%	172%	165%
Dette nette / EBE	7,5	7,8	-16,6	12,7	6,2

 Analyste : Valérie Ducreux Dieppe
www.champeil.com
Révision de nos estimations et TP
Présentation du groupe

Mare Nostrum est un groupe familial français, créé en 2004 et spécialisé dans la gestion des ressources humaines au travers de quatre segments : Travail temporaire, Recrutement, Formation, Portage salarial et mobilité. Présent dans le Sud de la France, en Ile de France et en Bretagne, il compte aujourd'hui une centaine d'agences et a réalisé un chiffre d'affaires de 164,5 M€ à fin 2019. 92% de son activité est issu du Travail temporaire.

Une situation qui reste tendue mais un début de redressement au S2

Un redémarrage plus lent que prévu depuis le déconfinement suivi d'un nouveau confinement, nous conduit à revoir nos estimations pour la fin de 2020 mais également pour les exercices suivants.

En effet, même si ce nouveau confinement s'avère moins drastique que le précédent, même si l'économie en général et le BTP, qui représente 70% du CA du groupe, continuent à fonctionner, il est fort probable que le ralentissement constaté perdure au-delà de 2020.

Sur l'exercice, la baisse devrait être plus limitée au S2 qu'au S1, avec une activité plus soutenue, mais le TT, activité principale du groupe devrait rester en retrait sur le S2.

En M€	2020			2019	% Var
	S1	S2	Année		
Chiffre d'affaires	52,6	70,6	123,1	164,5	-25,2%
% de croissance	-35,6%	-14,9%	-25,2%	10,7%	
Travail temporaire	44,3	62,2	106,6	151,2	-29,5%
Recrutement	1,0	1,0	2,0	2,4	-17,4%
Formation	3,3	3,8	7,1	1,8	301,9%
Portage salarial	3,4	3,2	6,6	8,7	-24,4%
Autres	0,5	0,4	0,9	0,5	95,8%

Sur les exercices suivants, nous estimons que le retour à une activité plus normative sera progressif. Le groupe bénéficiera, en outre, de toutes les actions mises en place sur 2019 et 2020 1/en matière de diversification de ses activités, afin d'être moins dépendant du TT, 2/ de ses développements dans la digitalisation 3/de la reprise de 100% de Aer'Ness, qui devrait générer un CA de l'ordre de 2-2,5M€ en année pleine et 4/ de l'acquisition de Inalvea Développement qui devrait générer un CA d'au moins 1,2M€ en année pleine.

En M€	2019	2020E	2021P	2022P
Chiffre d'affaires	164,5	123,1	137,8	160,3
% de croissance	10,7%	-25,2%	11,9%	16,3%
Travail temporaire	151,2	106,6	119,7	140,7
% de croissance	10,9%	-29,5%	12,3%	17,5%
% du CA	91,9%	86,6%	86,9%	87,8%
Recrutement	2,4	2,0	2,1	2,3
% de croissance	10,0%	-17,4%	7,0%	7,0%
% du CA	1,5%	1,6%	1,6%	1,4%
Formation	1,8	7,1	7,4	7,9
% de croissance	56,6%	301,9%	5,0%	7,0%
% du CA	1,1%	5,7%	5,4%	5,0%
Portage salarial	8,7	6,6	7,0	7,5
% de croissance	34,2%	-24,4%	7,0%	7,0%
% du CA	5,3%	5,3%	5,1%	4,7%
Autre (dont Inalvea Développement)	0,5	0,9	1,4	1,8
% de croissance	-81,1%	95,8%	56,4%	28,2%
% du CA	0,3%	0,7%	1,0%	1,1%

Un plan d'économies qui devrait commencer à produire ses effets dès 2021

Les premiers effets du plan d'économies engagé par le groupe afin d'abaisser son point mort devraient commencer à être visibles à partir de 2021, avec une amélioration des marges attendues en 2022 (vs 2019).

Au 31/12 (en M€)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Chiffre d'affaires	148,6	164,5	123,1	137,8	160,3
% évolution	35,8%	10,7%	-25,2%	11,9%	16,3%
Achats consommés	121,9	134,1	100,9	111,5	129,1
% du CA	82,0%	81,5%	82,0%	80,9%	80,5%
Marge Brute	26,7	30,4	22,2	26,3	31,2
% du CA	18,0%	18,5%	18,0%	19,1%	19,5%
Charges externes	10,9	8,2	7,5	7,6	7,7
Charges de personnel	11,5	15,8	13,1	14,5	16,5
Autres	1,5	3,1	3,1	2,3	2,7
EBITDA	2,8	3,2	-1,4	1,9	4,2
% du CA	1,9%	2,0%	-1,2%	1,4%	2,6%
DAP	0,9	1,2	1,6	1,5	1,5
Résultat Opérationnel Courant	1,84	2,08	-3,1	0,4	2,7
% du CA	1,2%	1,3%	-2,5%	0,3%	1,7%
Produits et charges opérationnels non courants	0,3	-0,6	-0,5	0,0	0,0
EBIT	2,2	1,4	-3,6	0,4	2,7
% du CA	1,5%	0,9%	-2,9%	0,3%	1,7%
Résultat financier	0,0	-0,4	-0,9	-0,9	-0,8
Résultat courant avant impôts	2,2	1,0	-4,5	-0,5	1,9
Résultat net des sociétés intégrées	2,0	0,4	-4,9	-0,4	1,5
Résultat des SME	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des Minoritaires	-0,6	-0,1	0,4	0,1	-0,6
Résultat Net part du groupe	1,24	0,30	-4,49	-0,22	0,87
% du CA	0,8%	0,2%	-3,6%	-0,2%	0,5%

Une situation financière sous contrôle

A la fin du S1, la trésorerie restait solide, autour de 10M€, et devrait bénéficier au S2 de l'apport de 6M€ de PGE complémentaire. Le BFR est, et devrait rester maîtrisé, avec une gestion plus fine du poste client qui devrait permettre au groupe de continuer à limiter son recours au factor à l'avenir (engagé au S1). Les investissements (hors croissance externe) devraient, quant à eux, être limité à 600K€ par an.

Au 31/12 (en M€)	2018	2019E	2020P	2021P	2022P
Immobilisations incorporelles	2,0	3,4	3,4	3,4	3,4
Survaleurs	0,3	11,7	11,7	11,7	11,7
Immobilisations corporelles	0,9	1,8	1,6	1,1	0,7
Immobilisations financières	3,2	3,9	3,9	4,5	4,5
Total Actif Immobilisé	6,4	20,9	20,7	20,8	20,4
BFR (hors Factor)	3,8	4,7	7,2	8,4	10,2
Factor	18,9	20,1	12,0	11,6	13,5
BFR retraité du Factor	22,7	24,8	19,2	20,0	23,7
Total Emplois	29,1	45,7	39,8	40,8	44,2
Capitaux propres PdG	5,0	17,7	13,2	13,0	13,9
Intérêts minoritaires	2,9	1,8	1,4	1,2	1,8
Quasi fonds propres (OC-BSA)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Capitaux propres	7,8	19,5	14,6	14,2	15,7
Autres Passifs Long Terme	0,5	0,8	1,6	2,0	2,5
Dette nette hors factor	1,9	5,3	11,7	12,9	12,4
Factor	18,9	20,1	12,0	11,6	13,5
Dette nette retraitée du factor	20,8	25,4	23,7	24,6	26,0
Total Ressources	29,1	45,7	39,8	40,8	44,2

Conclusion

Compte tenu de cette révision en baisse de nos estimations, notre fair value, calculée sur la base d'un DCF assorti d'un WACC de 10,16%, ressort désormais à 3,64€ par actions (vs 4,80€)

Néanmoins, malgré ce décalage dû aux contraintes de la crise sanitaire actuelle, le groupe reste focalisé sur les objectifs fixés lors de l'IPO 1/ un développement passant tant par de la croissance organique que de la croissance externe (acquisition de ATP en 2019 et d'Inalvea Développement en 2020) 2/ une stratégie de diversification de son offre (acquisitions dans des domaines périphériques et complémentaires au Travail Temporaire dans cet objectif) 3/ une volonté d'amener progressivement ses marges sur les niveaux normatifs des sociétés du secteur (réduction des coûts dans cet objectif).

Forces

- Des facteurs de différenciation (proximité, haut de gamme, spécialisation) entraînant une bonne résistance à la conjoncture (surperformance du marché depuis l'origine).
- Des marques dédiées conférant une vraie identité à chaque pôle d'expertise.
- Des implantations à l'international pour sourcer des profils rares en France.
- Un alignement d'intérêt entre la direction du groupe et celle des agences.
- Une taille permettant de surperformer le secteur.
- Une capacité à atteindre les marges opérationnelles du secteur à court terme.

Faiblesses

- Une activité à diversifier sur les autres métiers de la RH (92% de travail temporaire).
- Une activité encore très dépendante du BTP.
- Des marges inférieures à la Moyenne du secteur.
- Des délais de règlements clients à améliorer pour optimiser le BFR et limiter le recours au factor.

Opportunités

- Un marché cyclique, favorable aux sociétés présentant des caractéristiques différenciantes
- Une forte réglementation conférant de véritables barrières à l'entrée.
- Un besoin structurel de flexibilité des entreprises.
- Une accélération de la digitalisation de la profession favorisant les acteurs innovants.
- Un marché encore fortement atomisé autour des majors offrant de nombreuses opportunités de croissance externe.
- Le développement de nouveaux métiers à plus fortes marges.

Menaces

- Un marché très corrélé à la croissance économique.
- Un marché étroitement dépendant des évolutions de la réglementation du travail.
- Une forte dépendance à la conjoncture à la cyclicité de certains secteurs comme le BTP ou l'industrie.
- Un fort impact lié à la crise sanitaire actuelle

Historique de publication

Date de publication	Type	Opinion	Cours	Objectif de cours
09/11/2020	Revision estim.	Achat	2,66 €	3,64 €
29/10/2020	RN S1 2020	Sous révision	2,38 €	Sous révision
27/07/2020	CA S1	Achat	3,07 €	4,80 €
25/05/2020	RN 2019	Achat	3,15 €	4,95 €
06/05/2020	CA T1	Achat	3,30 €	4,95 €
03/02/2020	CA 2019	Achat	4,04 €	6,20 €

Avertissement complémentaire

Les informations présentées dans les pages précédentes restent partielles. Elles ne peuvent être considérées comme ayant une valeur contractuelle.

Cette publication a été rédigée par Champeil et est délivrée à titre informatif. Elle ne constitue en aucun cas un ordre d'achat ou de vente de la (les) valeur(s) mobilière(s) qui y est (sont) mentionnée(s). Elle ne constitue en aucun cas une décision d'investissement. De ce fait, ni Champeil, ni ses dirigeants, ni ses employés ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Les informations, estimations et commentaires exprimés dans cette étude proviennent de sources jugées dignes de foi. Toutefois, Champeil n'en garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité, ni la fiabilité. Ainsi, sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants, ni de ses employés, ne pourrait être engagée d'aucune manière à ce titre. Les opinions, appréciations, estimations et prévisions contenues dans cette publication reflètent le jugement de Champeil à la date mentionnée en première page du document, et peuvent ultérieurement faire l'objet de modifications ou d'abandons sans préavis, ni notification.

Cette publication ne peut être diffusée auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme 'personnes autorisées ou exemptées' selon le 'Financial Services Act 1986' du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du 'Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997' peuvent avoir accès à la publication ci-présente. Celle-ci ne saurait être distribuée ou communiquée, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. La (les) valeur(s) mobilière(s) faisant l'objet de cette publication n'a (n'ont) pas été enregistrée(s) auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que Champeil ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, cette publication pourra être réalisée par Champeil de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Cette publication reste la propriété de Champeil et ne peut être reproduite ou diffusée sans autorisation préalable de Champeil.

Participation de l'analyste, et/ou de ses salariés au capital de l'émetteur	Participation de l'émetteur au capital de Champeil	Autres intérêts financiers importants entre l'émetteur et Champeil	Existence d'un contrat de teneur de marché ou d'apporteur de liquidité entre l'émetteur et Champeil	Rémunération de Champeil par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Rémunération de Champeil par l'émetteur au titre d'autres prestations que l'établissement de la présente analyse financière	Communication de l'analyse financière à l'émetteur préalablement à sa diffusion
Non	Non	Non	Non	Oui	Non	Oui