


Groupe MARE NOSTRUM

Travail Temporaire

France

29 avril 2022

Euronext Growth Paris

Code ISIN : FR0013400835

Mnémonique : ALMAR

Calendrier

CA T2 2022 27/07/2022

Actionnariat

- Actionnaires historiques - concert 81,4%

- Flottant 18,6%

Valorisation

 Cours 3,42 €
 Capitalisation 25,9 M€
 Fair Value 5,40€ par action

Données Financières

	2019	2020	2021	2022p	2023p
CA (M€)	164,5	123,3	155,6	171,6	189,2
Evolution (%)	10,7%	-25,0%	26,1%	10,3%	10,3%
EBITDA (M€)	3,2	-2,7	2,5	5,1	8,7
EBIT (M€)	2,1	-4,2	0,3	3,4	7,0
Marge d'explt (%)	1,3%	-3,4%	0,2%	2,0%	3,7%
Res. Net. Pg (M€)	0,3	-5,6	-0,5	1,9	4,5
Marge nette (%)	0,2%	-4,5%	-0,3%	1,1%	2,4%

Ratios Financiers

	2019	2020	2021	2022p	2023p
VE / CA	0,30	0,40	0,32	0,29	0,26
VE / EBE	15,2	-18,2	19,5	9,7	5,7
VE / ROP	23,7	-11,7	145,7	14,6	7,0
P / E	86,1	-4,6	-48,3	13,4	5,7
Gearing (%)	130%	219%	243%	197%	127%
Dette nette / EBE	7,8	-10,7	10,7	5,5	2,8

 Analyste : Valérie Ducreux Dieppe
www.champeil.com
Résultats 2021 et mise à jour de nos estimations
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 155,6M€ à fin 2021 (vs 123,4M€ à fin 2020 et 164,5M€ à fin 2019). 87% de son activité est issue du Travail temporaire.

ROC et RN meilleurs qu'attendus

Rappel : Le périmètre de consolidation de 2021 est différent de celui de 2020 : 1/ La société Aer'Ness qui était auparavant consolidée par mise en équivalence, est, depuis la réorganisation avec Delta Drone au S2 2020, consolidée par intégration globale 2/ Mare Nostrum a acquis en octobre 2020 la société Inalvea Développement 3/ Le groupe a cédé une partie non stratégique de son activité recrutement en septembre 2020.

Fort d'un très bon S1 qui a permis au groupe de renouer avec la rentabilité opérationnelle, avec un an d'avance sur nos attentes et d'un S2 sur la même tendance, Mare Nostrum clôture son exercice sur des résultats opérationnel et net un peu supérieurs à nos estimations (revues fin septembre 2021).

Les mesures mises en place pour améliorer la marge du TT ainsi que le développement d'activités plus contributives ont permis de poursuivre l'amélioration du taux de marge brute à 21,1% vs 19,8% au 31-12-2020 et 18,5% au 31-12-2019, montrant une progression continue depuis 3 ans (20,3% attendu).

Dans le même temps les charges de fonctionnement restent maîtrisées, malgré les modifications de périmètre, quelques frais non récurrents et la poursuite de la structuration du groupe, et représentent 19,5% du CA (vs 21,8% à fin 2020 et 16,3% à fin 2019). L'EBITDA redevient ainsi largement positif à 2,5M€ soit une marge de 1,6% (2,5M€ attendu). Après DAP, le résultat opérationnel courant ressort à 1,2M€ vs -4,1M€ à fin 2020 (1M€ attendu). Le résultat net pdg reste légèrement négatif à -0,5M€ (vs -5,6M€ à fin 2020 et -0,7M€ attendu).

Une situation financière toujours sous contrôle

Sous l'effet de la poursuite d'une gestion plus fine du poste clients, le délai de règlement s'améliore considérablement et permet de gagner 10 jours de BFR, ce qui permet au groupe de disposer de 14,4M€ de trésorerie à fin décembre 2021. La dette nette ressort, quant à elle, à 14M€ et à 29,5 M€ en incluant le Factor (pour rappel le groupe a obtenu pour 14,1M€ de PGE). La dette brute (hors Factor) est restée stable par rapport à l'exercice 2020 et le Factor reste bien maîtrisé malgré la croissance de 26% du CA (15,4M€ vs 14,2M€ en 2020).

Au 30/06 (en M€)	S1 2021	S2 2021	2021	S2 2020	2020
Chiffre d'affaires	75,7	79,9	155,6	70,8	123,3
% évolution	44,0%	12,9%	26,1%	-35,6%	-14,7%
Achats consommés	-59,8	-62,9	-122,7	-56,0	-98,9
% du CA	79,0%	78,7%	78,9%	79,1%	80,2%
Marge Brute	15,9	17,0	32,9	14,8	24,4
% du CA	21,0%	21,3%	21,1%	20,9%	19,8%
Charges opérationnelles	-14,7	-15,7	-30,4	-15,1	-26,8
EBITDA	1,2	1,3	2,5	-0,3	-2,4
% du CA	1,6%	1,6%	1,6%	-0,4%	-1,9%
Résultat Opérationnel Courant	0,5	0,7	1,2	-1,2	-4,1
% du CA	0,7%	0,9%	0,8%	-1,7%	-3,3%
Résultat net des sociétés intégrées	-0,6	0,4	-0,2	-1,6	-5,8
Résultat Net part du groupe	-0,9	0,4	-0,5	-1,5	-5,6

Un T1 2022 qui confirme la reprise

La reprise se confirme au T1 2022, avec un CA de 39,7M€ en hausse de 15% (39,6M€ et +15% également à périmètre comparable).

En M€	T1 2022	T1 2021	% Var
Chiffre d'affaires	39,7	34,4	15%
Travail temporaire	33,7	29,6	14%
Recrutement	0,5	0,4	54%
Formation	2,5	1,9	31%
Portage salarial	2,2	2,0	10%
Autres	0,7	0,5	36%

Toutes les activités sont en hausse significative. Dans le détail 1/ le travail temporaire progresse de 14% à 33,7M€, en ligne avec la tendance nationale (+15% à fin février selon Prism'emploi – mars pas encore publié), 2/ l'activité recrutement est en hausse de 54% à 0,5M€, 3/ la formation, progresse de 31% à 2,5M€. avec la montée en puissance du CFA Arcadia et de AT Patrimoine notamment, 4/le portage salarial progresse de 10% à 2,2M€, 5/ l'activité Plateformes de services RH, qui intègre Inalvea mais également UNI'TT et l'Agence Unique est en progression de 36% sur le trimestre à 0,7M€ (0,5M€ +5% à PC).

Ajustement de nos perspectives 2022-2024 (hors croissance externe)

Nous avons ajusté nos prévisions pour tenir compte de ce début d'exercice meilleur qu'attendu mais également pour prendre en compte les acquisitions récentes (UNI'TT et l'Agence Unique). Pour 2022, nous prévoyons désormais un CA de 171,6M€ (vs 165,3M€). Nous considérons que le taux de marge brute devrait se stabiliser autour de 21%. En revanche les charges opérationnelles devraient être un peu plus élevées que précédemment attendu, à l'image de 2021 et après prise en compte des sociétés entrées en périmètre. Nous attendons désormais un ROC de 3,4M€ vs 3,7M€ et un RNpG de 1,9M€ vs 2,1M€.

En revanche, compte tenu des progressions attendues sur les années 2023 et 2024 en termes de CA et de marge brute (liées notamment à la poursuite du développement des activités plus contributives) et d'une meilleure couverture des frais fixes, les résultats devraient être supérieurs à nos attentes précédentes et la marge se rapprochera peu à peu de celles de ses concurrents.

Au 31/12 (en M€)	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Chiffre d'affaires	148,6	164,5	123,3	155,6	171,6	189,2	208,8
% évolution	35,8%	10,7%	-25,0%	26,1%	10,3%	10,3%	10,3%
Achats consommés	121,9	134,1	98,9	122,7	135,3	148,9	163,7
% du CA	82,0%	81,5%	80,2%	78,9%	78,9%	78,7%	78,4%
Marge Brute	26,7	30,4	24,4	32,9	36,2	40,4	45,1
% du CA	18,0%	18,5%	19,8%	21,1%	21,1%	21,3%	21,6%
Charges externes	10,9	8,2	8,6	10,5	10,9	11,2	11,6
Charges de personnel	11,5	15,8	15,5	16,9	17,0	17,3	17,5
Autres	1,5	3,1	3,0	2,9	3,2	3,2	3,5
EBITDA (intègre autres produits et charges)	2,8	3,2	-2,7	2,6	5,1	8,7	12,4
% du CA	1,9%	2,0%	-2,2%	1,7%	3,0%	4,6%	6,0%
DAP	0,9	1,2	1,4	1,4	1,7	1,6	1,6
Résultat Opérationnel Courant	1,8	2,1	-4,1	1,2	3,4	7,0	10,8
% du CA	1,2%	1,3%	-3,3%	0,8%	2,0%	3,7%	5,2%
Produits et charges opérationnels non courants	0,3	-0,6	-0,1	-0,9	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,2	1,4	-4,2	0,3	3,4	7,0	10,8
% du CA	1,5%	0,9%	-3,4%	0,2%	2,0%	3,7%	5,2%
Résultat financier	0,0	-0,4	-0,8	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5
Résultat courant avant impôts	2,2	1,0	-5,0	-0,2	2,8	6,5	10,4
Résultat net des sociétés intégrées	2,0	0,4	-5,8	-0,2	2,2	5,0	8,0
Résultat des SME	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des Minoritaires	-0,6	-0,1	0,3	-0,4	-0,2	-0,5	-0,8
Résultat Net part du groupe	1,2	0,3	-5,6	-0,5	1,9	4,5	7,2
% du CA	0,8%	0,2%	-4,5%	-0,3%	1,1%	2,4%	3,4%

Pas de changement majeur au niveau bilanciel

Le BFR quant à lui devrait toujours rester bien maîtrisé, avec la poursuite d'une gestion plus fine, notamment du poste clients, mais nous ne prévoyons pas de baisse du recours au factor. Le BFR devrait ainsi se stabiliser autour de 47 jours de CA dès 2022.

Les investissements devraient quant à eux rester stables, autour de 0,6M€ sur les années à venir (hors effet croissance externe). La dette nette devrait ainsi commencer à diminuer dès 2022.

Au 31/12 (en M€)	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Immobilisations incorporelles	2,0	3,4	3,3	4,1	4,1	4,1	4,1
Survaleurs	0,3	11,7	12,6	13,0	13,0	13,0	13,0
Immobilisations corporelles	0,9	1,8	1,6	1,5	0,9	0,4	0,1
Immobilisations financières	3,2	3,9	3,7	3,4	3,4	3,4	3,4
Total Actif Immobilisé	6,4	20,9	21,2	22,1	21,5	21,0	20,6
BFR (hors Factor)	3,8	4,7	5,0	4,8	5,0	5,7	6,5
Factor	18,9	20,1	14,2	15,4	17,2	18,9	20,9
BFR retraité du Factor	22,7	24,8	19,2	20,3	22,1	24,6	27,4
Total Emplois	29,1	45,7	40,4	42,3	43,6	45,7	48,0

Capitaux propres PdG	5,0	17,7	11,1	10,5	12,4	16,9	24,1
Intérêts minoritaires	2,9	1,8	1,3	1,6	1,9	2,4	3,2
Quasi fonds propres (OC-BSA)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Capitaux propres	7,8	19,5	12,5	12,1	14,3	19,3	27,3
Autres Passifs Long Terme	0,5	0,8	0,7	0,7	1,3	1,8	2,4
Dette nette hors factor	1,9	5,3	13,1	14,0	10,9	5,6	-2,6
Factor	18,9	20,1	14,2	15,4	17,2	18,9	20,9
Dette nette retraitée du factor	20,8	25,4	27,3	29,5	28,1	24,5	18,3
Total Ressources	29,1	45,7	40,4	42,3	43,6	45,7	48,0

Au 31/12 (en M€)	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
BFR (hors Factor) en M€	3,8	4,7	5,0	4,8	5,0	5,7	6,5
en jours de CA	9,1	10,3	14,7	11,2	10,4	10,9	11,3
BFR retraité du Factor en M€	22,7	24,8	19,2	20,3	22,1	24,6	27,4
en jours de CA	54,9	54,2	56,1	46,9	46,4	46,9	47,3

Au 31/12 (en M€)	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Dette nette hors factor	1,9	5,3	13,1	14,0	10,9	5,6	-2,6
Gearing	24%	27%	105%	116%	76%	29%	-9%
Factor	18,9	20,1	14,2	15,4	17,2	18,9	20,9
Dette nette retraitée du factor	20,8	25,4	27,3	29,5	28,1	24,5	18,3
Gearing retraité du factor	265%	130%	219%	243%	197%	127%	67%

Conclusion

Le groupe poursuit sa croissance. Les mesures prises pour relever les marges sont désormais actées. La stratégie du groupe qui porte sur 1/ un développement passant tant par de la croissance organique que de la croissance externe avec une volonté de doubler le CA à horizon 4 ans 2/ une stratégie de diversification et de digitalisation de son offre 3/ une volonté d'amener progressivement ses marges sur les niveaux normatifs des sociétés du secteur, est bien engagée à ce stade.

Compte tenu de ces différents éléments, notre fair value, ressort désormais à 5,40 € par actions (vs 4,87€).

Forces

- Des facteurs de différenciation (proximité, haut de gamme, spécialisation) entraînant une bonne résistance à la conjoncture
- 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 (87% 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
27/01/2022	CA 2021	Achat	3,06 €	4,87 €
27/10/2021	CA T3 2021	Achat	3,26 €	4,87 €
30/09/2021	RN S1 2021 et revision est.	Achat	3,27 €	4,87 €
27/07/2021	CA S1 2021	Achat	3,14 €	4,46 €
03/05/2021	RN 2020 et revision est.	Achat	3,50 €	4,46 €
27/01/2020	CA 2020	Achat	3,06 €	3,64 €
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	Oui	Oui