

Groupe MARE NOSTRUM

Travail Temporaire

France

5 octobre 2022

Euronext Growth Paris

Code ISIN : FR0013400835

Mnémonique : ALMAR

Calendrier

CA T3 2022 26/10/2022

Actionnariat

- Actionnaires historiques - concert 81,4%

- Flottant 18,6%

Valorisation

Cours	2,67 €
Capitalisation	20,2 M€
Fair Value	3,35€ 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	3,4	6,7
EBIT (M€)	2,1	-4,2	0,3	1,2	5,0
Marge d'explt (%)	1,3%	-3,4%	0,2%	0,7%	2,6%
Res. Net. Pg (M€)	0,3	-5,6	-0,5	0,0	2,8
Marge nette (%)	0,2%	-4,5%	-0,3%	0,0%	1,5%

Ratios Financiers

	2019	2020	2021	2022p	2023p
VE / CA	0,29	0,39	0,31	0,28	0,25
VE / EBE	14,7	-17,7	18,9	14,2	7,1
VE / ROP	23,0	-11,3	141,7	39,0	9,6
P / E	67,2	-3,6	-37,7	-1601,0	7,3
Gearing (%)	130%	219%	243%	239%	175%
Dette nette / EBE	7,8	-10,7	10,7	9,0	4,2

 Analyste : Valérie Ducreux Dieppe
www.champeil.com
Résultats S1 2022 et révision à la baisse de nos estimations et de la fair value
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). A fin 2021, 87% de son activité est issue du Travail temporaire.

Des résultats stables

Rappel : Le périmètre de consolidation de 2022 est différent de celui de 2021 : 1/ Mare Nostrum a acquis, en décembre 2021, la société Uni'TT, plateforme de gestion du back office dans le secteur médico-social qui vient renforcer la division « Autres » 2/ Elle a également acquis 76% de la société Agence Unique, spécialisée dans le recrutement de talents dans l'événementiel et la culture, en avril 2022 qui vient également renforcer la division « Autres »

Malgré un CA S1 2022 en hausse de 11% à 84,4M€, (vs 75,7M€ au 30/06/2021), le résultat opérationnel courant reste stable à 0,5M€.

Au 30/06 (en M€)	S1 2022	S2 2021	%var
Chiffre d'affaires	84,6	75,7	11,8%
% évolution	11,8%	44,0%	
Achats consommés	-66,4	-59,8	11,0%
% du CA	78,4%	79,0%	
Marge Brute	18,3	15,9	14,9%
% du CA	21,6%	21,0%	+0,6pt
Charges opérationnelles	-16,9	-14,7	15,0%
EBITDA	1,4	1,2	13,6%
% du CA	1,6%	1,6%	stable
Résultat Opérationnel Courant	0,5	0,5	1,3%
% du CA	0,6%	0,7%	stable
Résultat net des sociétés intégrées	-0,4	-0,6	-31,6%
Résultat Net part du groupe	-0,8	-0,9	-12,1%

En dépit d'une baisse de 0,5 pt de taux de marge sur le TT (17,7% vs 18,2% au S1 2021), la marge brute globale est en hausse de 2,4M€ à 18,3M€ vs 15,9M€. Le taux de marge global progresse de 0,6 pt à 21,6%, grâce à la poursuite de la diversification au profit d'activités plus contributives.

Dans le même temps les charges de fonctionnement ont augmenté de plus de 2M€ par rapport au S1 2021, dont l'essentiel concerne une hausse de charges de personnel, en lien avec un renforcement des équipes (+26 personnes) afin d'accompagner la croissance et ne pas mettre l'activité sous tension. L'EBITDA augmente ainsi légèrement par rapport au S1 2021 à 1,4M€ vs 1,2M€. Après DAP, le résultat opérationnel courant ressort à 0,5M€, stable par rapport au S1 2021.

Après Exceptionnel et impôts, le Résultat net part du groupe s'établit à -0,8M€. Le Résultat exceptionnel (-0,3M€) est constitué essentiellement de régularisations de CICE, de DFS non récupérables et de régularisation URSSAF.

Le BFR reste sous contrôle à environ 50 jours de CA (retraité des créances cédées au Factor qui ont été réintégrées aux comptes clients pour 16,8M€), malgré un délai de règlement client en hausse de 5 jours. Cet accroissement du DSO impacte néanmoins le BFR de 2,8M€, et par ricochet la dette nette, qui ressort à près de 35M€ (retraité du factor) vs environ 30M€ en 2021. La trésorerie reste néanmoins significative à 11,9M€ (hors impact des CBC et SCB). Compte tenu de fonds propres de 9,7M€, le gearing ressort à 318% factor inclus. Hors factor la dette nette est de 17,7M€ soit un gearing de 163%.

Des actions mises en place pour un redressement des marges dès le second semestre

Le groupe a identifié plusieurs leviers pour lui permettre d'améliorer ses marges dès le S2, notamment sur le Travail Temporaire. Outre la réévaluation des prix, qui devrait être généralisée à l'ensemble de ses clients (à l'exception des contrats cadres et nouveaux clients), Mare Nostrum a identifié différentes sources d'optimisation de charges via une utilisation plus fine des outils de pilotage dont il dispose. Pour autant, compte tenu de la hausse des frais fixes sur ce premier semestre, nous considérons que nos perspectives sont désormais trop ambitieuses et revoyons nos anticipations à la baisse.

Modification de nos perspectives de résultats 2022 -2024 (hors croissance externe)

Nous ne modifions pas nos anticipations de chiffre d'affaires, en revanche 1/ nous avons revu légèrement à la hausse notre marge brute pour tenir compte des leviers d'amélioration qui ont commencé à se mettre en place dès cet été (taux désormais estimé à 21,3% vs 21,1%) 2/nous avons réajusté les frais de structure pour tenir compte de la hausse des coûts de fonctionnement (au travers notamment des recrutements du S1).

Nous estimons ainsi désormais que 1/ le résultat opérationnel 2022 sera positif à 1,6M€ (vs 3,4M€ précédemment) et à 5M€ en 2023 (vs 7M€ précédemment) 2/ le Résultat net part du groupe sera tout juste à l'équilibre en 2021 (vs 1,9M€ précédemment anticipé) et se situera à 2,8M€ en 2023 (vs 4,5M€ précédemment).

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

Conclusion

Malgré une croissance de CA toujours très bien orientée, la structuration de l'entreprise continue de peser sur les marges qui restent encore très en deça des niveaux normatifs du secteur.

La révision de nos anticipations mais également les conditions de marché, et en particulier la hausse des taux nous conduisent à revoir notre fair value à 3,35€ par action (vs 4,54€). On pourra conserver la valeur dans l'attente du redressement des marges.

Forces

- Des facteurs de différenciation (proximité, haut de gamme, spécialisation) entraînant une bonne résistance à la conjoncture (surperformance du marché).
- Des activités annexes qui montent en puissance
- Des marques dédiées conférant une vraie identité à chaque pôle d'expertise.
- Des implantations à l'international pour sourcer des profils rares en France.

Faiblesses

- Une activité à diversifier sur les autres métiers de la RH (87% de travail temporaire).
- Une activité encore très dépendante du BTP.
- Une structuration du groupe qui pèse sur les 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 impact lié à la crise géopolitique, économique, énergétique...

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