

## KINDY : que du bon ?



Restructuré et redressé, son périmètre stabilisé, le Groupe Kindy devrait renouer durablement avec la croissance et les gains de marges. Un tel objectif semble raisonnablement atteignable grâce à :

- i) une offre enrichie en permanence et déclinée sur toujours plus de segments,
- ii) des positions très solides tant dans les linéaires de la grande distribution que dans le commerce multi-marques, et, enfin,
- iii) la notoriété de ses marques.

Ces perspectives favorables sont valorisées à des niveaux plutôt inférieurs aux moyennes de marché.



Données boursières :	6/6/12	n actions	1,287
Dernier cours :	8,00€		
+haut / +bas sur 1 an :	11/6,5		
Capitalisation boursière :	10,3 M€		
Performance YTD	+8,4%	Perf. 2011 :	-7,2%
	06/09	06/10	06/11 06/12e 06/13e
BNA	-2,64€	0,62€	0,62€ 0,40€ 0,68€
Croissance BNA		ns	+0,0% -36,2% +70,8%
Cash Flow pa	-2,10€	0,93€	0,93€ 0,78€ 1,07€
Dividende net pa	0,00€	0,00€	0,15€ 0,15€ 0,15€
PER			20,2x 11,8x
P/CF		8,6x	10,2x 7,5x
Rendement net		1,9%	1,9% 1,9%
CB/CA		0,23	0,23
VE/CA		0,28	0,27
VE / EBE		6,2x	7,4x

**Actionnariat :** Mr Joël Petillon 16,87% (JP Invest. 14,26%, Mr Petillon en direct 2,6% ; 24% DdV), Famille Bloquet 13,07%, (Mr JY Bloquet 9,99%, Famille 3,08% ; 15,7% DdV), Mr Jacques Gaillard 12,05% (15,2%), Mr Claude Luck 3,58% (2,76%), Management 4,24% (5,1%), Autocontrôle 1,95%, CIAL 10,02% (7,72%), Amiral Gestion 12,75% (9,83%).

### Kindy en bref :

Basé à Moliens (60), dans le Beauvaisis, le **Groupe Kindy** est un **acteur de poids**, et un acteur d'histoire ancienne puisqu'il est l'héritier de la bonneterie Davesne fondée en 1863, sur le **marché français de la chaussette**, avec une part de marché revendiquée de plus de 23% en valeur et de 18% en volume en 2011 (cf panel Kantar). Il a de plus entamé récemment une diversification dans la **chaussure d'enfant**.

Lors de son dernier exercice clos fin juin 2011, Kindy a réalisé un chiffre d'affaires de 45,3M€, dont 75% avec l'activité chaussettes (30 millions de paires vendues), avec 220 salariés environ.

Comme c'est très souvent le cas à présent dans les métiers du textile, Kindy opère avec un **modèle d'affaire largement externalisé**, confiant la fabrication, le tricotage, de ses produits à des industriels bonnetiers implantés dans des pays à coûts de main d'œuvre plus faibles qu'en France, et se concentrant sur la **création** et le **marchandisage** de ses produits.

Le groupe a toutefois **conservé des capacités**, et des productions, **en interne** dans son usine "historique" de Moliens, et, partant, ses **savoir-faire de manufacturier**.

Groupe Kindy	06/09	06/10	06/11	06/12e
<b>Compte de résultat</b>				
Chiffre d'affaires	48,1	41,7	45,3	45,3
EBE	-2,2	1,5	2,0	1,5
RO	-2,9	1,1	1,6	1,0
Marge opérationnelle	-6,0%	2,6%	3,5%	2,2%
Résultat financier	-0,9	-0,4	-0,6	-0,6
RCAI	-3,8	0,7	1,0	0,4
Résultat net pdg	-3,6	0,3	3,2	0,3
Résultat net retraité	-3,4	0,8	0,8	0,3
Marge nette	-7,1%	1,9%	1,8%	0,8%
<b>Tableau de flux</b>				
CAF	-2,7	1,2	1,2	0,8
Investissements bruts	0,3	0,4	0,4	1,5
Free cash-flow	-3,0	0,8	0,8	-0,7

Sources : publications société

## 1) Produits/positionnement/marques : une offre large, enrichie en permanence, et positionnée sur toujours plus de segments

Centrée sur le **moyen/haut de gamme**, l'offre produits de Kindy joue résolument le jeu de la segmentation, ce qui en retour définit quelque peu l'organisation du groupe.

### 1 - Le pôle chaussettes (CA 34M€) a plusieurs branches d'activité qui exploitent des marques variées :

**A) La branche Kindy** est la plus importante (CA 2010/2011 : 25,8M€), et comprend :

**a) La marque Kindy** elle-même ("les chaussettes ne se cachent plus"), depuis 1966, vise **toutes les cibles** de clientèle : homme, femme, enfant, layette, avec **tous les modèles** possibles : chaussettes, socquettes, mi-bas, mi-chaussettes, collants, invisibles, etc...

Elle est distribuée principalement en **GMS** dans les rayons textiles des hypers et supermarchés, c'est la **première marque nationale** dans ce circuit, ainsi qu'en **grands magasins**, et, de plus en plus, sur des sites d'**e-commerce**.

Kindy est de plus déclinée dans une gamme innovante de chaussettes "**Bien-être**", lancée en 1998 : anti-odeur, hypo-allergénique, non comprimante (pour diabétiques), thermorégulatrice etc..., avec des textiles spéciaux, dont certains sont brevetés.

**b) Les licences Le Coq Sportif et Duarig** de chaussettes pour le sport, qui sont vendues non seulement en grandes surfaces, mais aussi en **magasins spécialistes**, ou directement aux clubs.

Les marques Kindy, Le Coq Sportif et Duarig ont contribué pour 55% du chiffre d'affaires chaussettes du groupe en 2010-2011.

**c) La conception et la fabrication de chaussettes pour les marques distributeurs** des grandes enseignes françaises de distribution alimentaire, les premiers clients du groupe sur ce segment étant Leclerc et Système U. Kindy travaille aussi en **sous-traitance** d'autres marques, notamment de marques de sport ou d'outdoor, comme Aigle. En tout, cette activité MDD a contribué pour 19% du chiffre d'affaires chaussettes en 2010-2011.

**d) Les chaussettes Santé/Bien-être** vendues depuis 2010 dans un nouveau canal de distribution, les **pharmacies et parapharmacies**, sous la marque ombrelle **Innov'Activ**, déclinée selon les différents besoins : chaussettes anti-odeur Fresh'Activ, hypo-allergénique Dermo'Activ, pour diabétiques Sensi'Activ, thermorégulées, Thermo'Activ, etc....

e) On peut enfin ajouter à tout cela des productions plus ciblées comme celles pour les marchés publics, notamment pour l'armée française, qui procurent des volumes souvent très réguliers, voire garantis, mais à marges limitées, ou des productions très ponctuelles au contraire sous d'autres marques que possède le groupe, comme **Stein**.

**B) La branche BSS, pour Business Sport Stocks** (CA 2,6M€, soit 5% du total CA chaussettes) est centrée sur le segment du sport de haut niveau, avec la marque en propre **Thyo**, vendue exclusivement chez les détaillants spécialisés, tels Le Vieux Campeur ou Go Sport. BSS fabrique aussi pour les marques distributeurs de ces enseignes, et pour d'autres : ces dernières années, BSS a sous-traité pour Lafuma, Rossignol, et Aigle.

Les chaussettes Thyo sont pour la plupart **fabriquées en France à Moliens**, et se présentent comme des produits relativement sophistiqués, ergonomiques, très spécialisés selon les usages (running, trekking, trail, ski), et "vert", puisque en matériaux recyclés. La marque Thyo est depuis peu dans le groupe: elle a été acquise en 2006.

**C) La branche The Stock Legend** (CA 5M €) a été créée pour exploiter la **licence Dim**, une marque à forte notoriété reprise en 2008 à un concurrent. Dim a une forte connotation "mode", et est commercialisée principalement en grands magasins, et chez les détaillants multi-marques de la distribution sélective. Elle s'exporte relativement bien, avec de vrais succès en Europe de l'Est et en Russie.

Kindy a aussi créé une société en Chine, **Euro China Socks**, dont l'activité, très limitée pour le moment, consiste à sourcer des produits à bas prix pour la grande distribution. En contrôlant toujours les fabrications : Kindy ne fait jamais de négoce.

### e-commerce

Le groupe vend de plus en plus dans le circuit du **e-commerce**, sur des sites comme **chaussettes.com**, dont il est actionnaire à hauteur de 30%, et, surtout, **vente-privée.com**, qui lui procure dès à présent des volumes significatifs. De fait, contrairement à la plupart des autres vêtements, qui ont besoin d'être essayés, les chaussettes peuvent se vendre facilement en ligne, puisqu'il suffit d'afficher le modèle et la taille, et sont aussi faciles à livrer.

### Acquisition récente

Kindy vient de racheter un petit concurrent, **Achile**, en redressement judiciaire, dont l'activité avait fortement baissé ces dernières années (CA : 2M€). Le groupe acquiert une marque connue et des talents nouveaux en stylisme, et se renforce sur le créneau bien margé de la chaussette fantaisie distribuée en circuit sélectif.

Il va de plus fabriquer les chaussettes Achile **en interne** dans son usine de Moliens, accélérant ainsi la **relocalisation** de sa production.

### 2 - Le pôle chaussures enfants (CA 11M€), pour sa part, opère avec une marque en propre, GBB, et avec une licence, Catimini.

Basée à Beaupréau (Maine-et-Loire), GBB est une entreprise fondée en 1947, qui n'a toujours fait que de la chaussure pour enfant, et a développé la licence Catimini depuis 1999. GBB a été repris par le Groupe Kindy en 2006 après avoir déposé son bilan.

Soutenues par une **création** en renouvellement constant, qui fait appel à des stylistes indépendants, et associe les clients à l'élaboration des collections, ces marques bénéficient aussi d'une bonne **image qualité**.

Elles sont résolument positionnées en **haut de gamme**, juste en dessous des marques de luxe, avec des prix de ventes grand public allant de 55 à 130€.

Le **marché** de la chaussure d'enfant est très **atomisé** en fait, et investi par toutes sortes de marques, depuis les marques sport/streetwear comme Converse, Geox, ou Palladium, jusqu'aux spécialistes comme GBB, Kickers ou Pom d'Api, en passant par les licences textiles comme Diesel, Levis, Lulu Castagnette, ou Catimini.

GBB et Catimini sont commercialisées principalement chez des **détailants multimarques** spécialisés dans la chaussure pour enfant, parfois des petites chaînes régionales, implantés dans les centres villes et ciblant une clientèle aisée. GBB peut s'appuyer sur 1 000 points de vente en France et 250 à l'étranger, Catimini sur respectivement 250 points de vente en France, et 100 à l'étranger, auxquels il faut ajouter des sites de e-commerce de chaussures comme sarenza.com et spartoo.com.

L'exportation est de fait un bon débouché pour GBB et Catimini, qui a l'image de qualité/mode des produits "chic" made in France.

Les fabrications sont confiées à des **façonniers** implantés en Tunisie et au Maroc. Toutefois, GBB a commencé à **ré-internaliser sa production**, dans une **nouvelle usine** en propre, démarrée en 2011 au Portugal. Ce pays est par ailleurs déjà la source principale de matières premières (cuir, liège, etc...) pour cette activité.



## II) Le modèle d'affaires Kindy

**1 - Kindy a externalisé l'essentiel de sa production** : seules les chaussettes des gammes Thyo et 'Activ sont fabriquées en interne à Moliens. La production des autres marques du groupe est sous-traitée à l'étranger, principalement en Turquie, qui contribue pour 70% des approvisionnements externes, le reste provenant d'Asie, principalement Chine et Pakistan.

Cette organisation de la production est le résultat d'une vaste **réorganisation/restructuration** commencée en 1999, avec les premières délocalisations, et terminée en 2004-2005 avec la fermeture de plusieurs sites industriels.

**2 - Kindy a construit en quelques années un réseau de sous-traitants fiables** et une nouvelle **organisation** qui en font un fournisseur quasi-stratégique pour ses clients de la grande distribution, quand bien même le textile, et dans le textile, la chaussette, sont loin d'être au cœur de leur métier.

**Pour ce faire, Kindy a aussi construit une logistique intégrée**, en adaptant son **usine** de Moliens, pour en faire son **entrepôt central**, qui reçoit les produits finis importés et les réexpédie vers les clients français.

Le tout est géré grâce à un **système d'information sophistiqué**, connecté sur les clients aussi, qui permet notamment de gérer les RFID (étiquettes radios) et d'automatiser par EDI (échanges de données informatiques) les commandes de réassort.

Les sous-traitants sont recrutés sur appels d'offre, mais le groupe entretient autant que faire se peut avec eux des relations de **partenariat**, en échange du respect de **cahiers de charges** très stricts garantis d'un bon niveau de **qualité** :

- les sous-traitants ne travaillent qu'avec des **fournisseurs**, notamment de fils à tricoter ou à coudre, eux-mêmes **référéncés** par le groupe,

- ils doivent se plier à des **audits** sociaux, environnementaux et qualité menés tant par des contrôleurs du groupe, notamment pour les conditions de travail, que par des sociétés de vérification/contrôle/certifications, telles Intertek ou Eco-TEX,

- ils s'engagent sur les **délais** de fabrication, ce qui permet à Kindy de **livrer en juste à temps** ses clients grands distributeurs, et plus encore, de travailler en flux tendus et de tenir des délais serrés : une semaine entre la commande (le plus souvent par EDI) et la livraison au client pour les articles fabriqués en Turquie, et quatre semaines pour ceux fabriqués en Chine.

Le siège social et l'usine de **Moliens**, dans le nord de l'Oise :



C'est de fait aussi grâce à cette **qualité de service**, en plus de l'attractivité de ses marques propres, que le groupe trouve toujours grâce aux yeux des acheteurs des grandes centrales, conserve une **part de marché consistante** dans les linéaires du grand commerce, et se maintient comme le **leader** de son marché.

On remarquera que l'appel à la sous-traitance pour la majorité des productions permet non seulement d'adapter les coûts à la pression sur les prix imposées par la grande distribution, mais aussi d'être **flexible** et de **variabiliser** les coûts, reportant éventuellement sur les sous-traitants le problème de l'absorption des coûts fixes en cas de sous-activité.

On notera enfin que si les métiers à tricoter de l'outil industriel en propre n'occupent plus qu'une place limitée dans l'usine de Moliens, cet outil vient cependant d'être **renforcé** avec des machines à commandes numériques de dernière génération, qui ont constitué un investissement significatif en 2011. Avec cette **nouvelle ligne de production** (métiers à tricoter - machines à former - finition automatisée), **Kindy doit porter sa capacité de production en propre à 3 millions de paires par an** à terme, ce qui est loin d'être négligeable pour le marché français, et **relocalise** ainsi peu à peu une partie de ses productions haut de gamme à plus fortes valeurs ajoutées.

**3 - Kindy concentre ses ressources internes sur la création et la vente** : le groupe s'appuie sur un **département marketing** relativement important et sur **une force de vente** en propre de 40 commerciaux en France.

Le groupe maintient la **valeur de ses marques** grâce à à la **créativité** de ses **stylistes** : les dessins, les matières, voire les usages, sont en renouvellement permanent, et l'effort de R&D est soutenu, comme en témoigne le développement des nouvelles gammes innovantes Santé/Bien-être.

L'**image de qualité** est entretenue aussi grâce aussi à une grande pro-activité, et la communication qui est faite autour, face aux exigences nouvelles du **développement durable** : eco-conception des produits, matériaux "bio", labellisations de gammes Naturaïa et Chaussettes pour la Planète, présence dès sa création dans la filière coton équitable Max Havellar, etc...

Sans parler des actions plus "corporate" comme des équipements moins polluants pour l'usine, des véhicules plus écologiques pour les vendeurs, ou une gestion toujours plus fine des déchets et des conditionnements.

### III) Le marché français de la chaussette : globalement stable

1 - Il n'existe pas de statistiques professionnelles sur l'**industrie française de la bonneterie-chaussette**, l'essentiel de la fabrication étant **délocalisée**, et alors que quelques dizaines d'industriels seulement, contre des centaines il y a encore quelques décennies, fabriquent encore sur le territoire français.

Une des rares sources de données est le panel consommateur publié annuellement par Kantar Group, la filiale Etudes du groupe de publicité WPP, qui estime le marché total en **volume** à 240 millions de paires environ.

Soit à un prix moyen de 2 ou 3€ la paire, un marché de 5 à 600M€ en tout en valeur, à rapporter à un marché total de l'habillement en France de 24,8Mds€ en 2010 (source : IFM - Institut Français de la Mode), dont 3,9Mds€ environ en sous-vêtements homme et femme.

Ce marché se divise grosso modo en **trois segments** :

- le segment haut de gamme des **chaussettes de grandes marques**, de Kindy à Burlington en passant par Falke, Labonal, Olympia, Bleuforêt, DD, Puma ou Adidas, qui représente en tout 30% de ce marché,

- les **marques de distributeurs**, toutes les grandes enseignes de distribution alimentaire en France en ayant au moins une, utilisée le plus souvent pour toute l'offre textile, qui représentent une autre part de 40% environ du marché total,

- les 30% restant sont vendus sous des sous-marques occasionnelles au gré d'opérations de **sourcing** plus ou moins ponctuelles des services achats de la grande distribution.

Le marché français est **globalement stable**, sans croissance significative, assez peu sensible à la météo : les deux collections annuelles, hiver et été, se vendent en volumes à peu près équivalents.

Les **prix** ont tendance à être tirés vers le bas par la concurrence entre grandes enseignes, mais ils peuvent éventuellement remonter sous l'effet de variations brutales des coûts des **matières premières**. Ce qui a été le cas en 2010/2011 avec le coton, même si le prix de cette matière ne représente que 30% environ du coût du fil de coton, qui est lui-même la matière première des bonnetiers.

2 - **Le secteur de la bonneterie a connu des transformations très profondes ces vingt dernières années** : avec le développement de la **grande distribution** et de ses achats en masse à l'étranger induisant de fortes pressions sur les prix, sans parler des délais de paiement, beaucoup de fabricants français ont disparus, faute de la taille suffisante, de la capacité à aligner leurs coûts de main d'œuvre sur ceux des pays émergents, et éventuellement de bilans bien financés.

De grands acteurs sont sortis du marché, tel Well Chaussettes un des trois premiers du secteur dans les années 1990, qui s'est recentré sur la lingerie.

En moins de 20 ans, sur la période 1986-2004, l'industrie bonnetière a perdu les 2/3 de ses effectifs. La fin des quotas douaniers européens pour les produits chinois en 2005 a été un facteur supplémentaire d'aggravation, déclenchant une nouvelle vague de restructurations dans la profession.

Les **industriels encore actifs en France** sont principalement, outre le groupe Kindy, **Tricotage des Vosges**, qui opère avec deux marques à forte notoriété, Olympia, reprise récemment après son dépôt de bilan, au groupe Jacquemard, et Bleuforêt, et maintient une base industrielle significative en France, ainsi que des intervenants plus petits comme **Labonal** en Alsace ou **Perrin** en Bourgogne, qui ont gardé eux aussi des capacités intégrées.

Des fabricants ont réussi à se faire un nom sur le créneau du **quasi-luxe**, mais sans toujours dégager la rentabilité escomptée. C'est notamment le cas de **DD Doré Doré 1819**, qui a fermé en 2010 sa dernière usine dans l'Aube, et dont toute la fabrication se fera désormais hors de France. C'est aussi le cas d'**Achile**, une marque à forte notoriété, bien positionnée sur la chaussette fantaisie et le circuit sélectif.

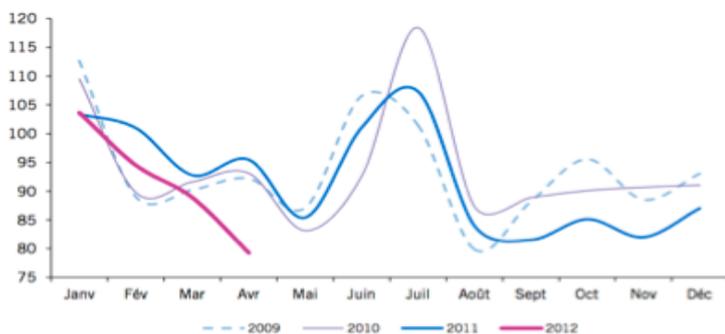
### Rappel : le marché français du textile-habillement dans son ensemble

La dépense totale en textile-habillement-cuir en France a été de 48,7Mds€ en 2010 (+1,6%), et de 47,8Mds€ en 2011 (-1,6%) selon l'Insee.

C'est un marché marqué par une **saisonnalité forte** et irrégulière, comme le montre le graphique ci-dessous, où chaque courbe représente le déroulement d'une année mois après mois (source : Institut Français de la Mode) :

#### CONSOMMATION TEXTILE-HABILLEMENT

INDICE DE CHIFFRE D'AFFAIRES, CVS A PRIX CONSTANTS 1990 = 100  
DERNIÈRE OBSERVATION : AVRIL 2012



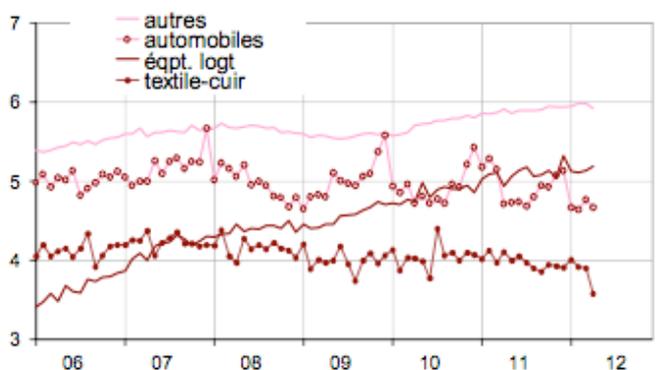
D'autres développent de nouveaux modèles d'affaire, tel **Tismail**, un fabricant de Troyes qui vend principalement en ligne (123chaussettes.fr) des chaussettes à petits prix, ou **archiduchesse.com**, un site qui ne vend que des chaussettes unies, fabriquées entièrement en France par un partenaire, **Broussaud Textiles**.

Les grandes chaînes de distribution opèrent avant tout avec leurs propres **marques de distributeurs** (MDD Carrefour : Tex ; E. Leclerc : Tissaia ; Auchan : in-extenso, etc...), que leurs centrales d'achat sourcent directement auprès des bonnetiers des pays à bas coûts de main d'oeuvre : Europe de l'Est, Turquie, Chine, Pakistan principalement.

C'est aussi un marché stable dans le temps en valeur, comme le montre le graphique (source : Insee) ci-dessous, qui met en évidence une **relative stagnation du marché du textile-cuir ces six dernières années**.

Cependant ces graphiques montrent aussi que le dernier mois pris en compte, **avril 2012, a été très défavorable pour le secteur**, du fait, selon l'Insee, de la météo exceptionnellement pluvieuse qui a freiné les ventes d'habillement d'été :

En milliards d'euros chaînés de 2005 CVS-CJO



## IV) Analyse financière : des comptes en amélioration constante



**1 - Kindy a eu des résultats assez heurtés ces dernières années**, avec de lourdes pertes en 2007/2008 et en 2008/2009 (nb : exercices clos à fin juin), dues en partie à la "crise", mais dues aussi à de difficultés ponctuelles dans plusieurs activités :

### Kindy - Historique de résultats

en M€	06/07	06/08	06/09	06/10	06/11
	<i>Croissance CA :</i>				
<b>CA- Chiffre d'affaires</b>	<b>53,5</b>	<b>51,4</b> - 4%	<b>48,1</b> - 6%	<b>41,7</b> - 13%	<b>45,3</b> + 9%
Achats	23,4	23,4 MB/CA :	22,4	19,4	23,1 + 19%
Marge Brute	30,1 56%	28,0 54%	25,7 53%	22,3 53%	22,2 49%
Autres Charges	13,0	15,5	15,2	10,6	10,1
Frais de Personnel	15,5 RBE/CA	14,7	12,7	10,2	10,1
<b>EBE - Excédent Brut d'Exploitation</b>	<b>1,6</b> 3,0%	<b>-2,2</b> -4,3%	<b>-2,2</b> -4,6%	<b>1,5</b> 3,6%	<b>2,0</b> 4,4%
Amortissements & Prov.	0,7 RO/CA :	0,7	0,7	0,4	0,4
<b>RO - Résultat Opérationnel Courant</b>	<b>0,9</b> 1,7%	<b>-2,9</b> -5,6%	<b>-2,9</b> -6,0%	<b>1,1</b> 2,6%	<b>1,6</b> 3,5%
Autres Prod&Autres Charges	0,1	-2,7	-0,2	-0,4	-0,2
Résultat Opérationnel	1,0	-5,6	-3,1	0,7	1,4
Solde Financier	-0,9	-1,3	-0,9	-0,5	-0,6
<b>RCAI - Résultat Courant Avant Impôt</b>	<b>0,1</b>	<b>-6,9</b>	<b>-4,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>
Autres prod&charges fin.			-0,1		
Res. activités abandonnées			0,1		
IS*	0,1 ns	1,4 ns	-0,3 ns	-0,1 ns	-2,4 ns
RN	0,0	-8,3	-3,6	0,3	3,2
Minoritaires	0,0			-0,1	
<b>RNpg - Résultat Net part du groupe déclaré</b>	<b>0,0</b> RN/CA :	<b>-8,3</b>	<b>-3,6</b>	<b>0,4</b>	<b>3,2</b>
RNpg retraité	-0,1 -0,2%	-5,6 -10,9%	-3,5 -7,3%	0,8 1,9%	1,4 3,1%
* : crédit d'IS de 2M€ activé en 2010/2011 : exceptionnel					
<b>Génération de Trésorerie :</b>					
<b>CAF - Capacité d'Autofinancement</b>	<b>0,6</b>	<b>-4,9</b>	<b>-2,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>
Investissements bruts	0,4	0,7	0,3	0,7	0,4
Free cash-flow	0,2	-5,6	-3,1	0,5	1,4

On notera de fait que les **pertes** enregistrées en 2007/2008 et 2008/2009 proviennent avant tout des **difficultés dans deux filiales, Mariner et Baby Love** :

- acquise en 1996, **Mariner** est une marque de sous-vêtements et de "homewear" masculin, avec un potentiel de chiffre d'affaires de 10M€. Mariner fabriquait en interne dans son usine de Lillers (62). Kindy tablait au départ sur des synergies de gammes avec les chaussettes, synergies qui n'ont finalement pas été dégagées. Mariner perdait un peu d'argent en 2006-2007 (Résultat Net : -0,385M€ pour un chiffre d'affaires de 8,8M€), mais a dû être restructurée, la récession de la consommation fin 2007-début 2008 l'ayant durement frappée. Mis en vente dès 2007, le fonds de commerce n'a trouvé preneur que mi-2009.

- **Baby Love** est une affaire de chaussons pour bébés acquise en 2005, avec un potentiel de chiffre d'affaires de 3M€. Subissant de plein

fouet la concurrence sauvage des importations chinoises, et en perte récurrente, elle a arrêté définitivement son activité en juin 2008, pour être finalement cédée en novembre de la même année.

Entre les pertes d'exploitation, les coûts de restructuration, les liquidations de stocks, et les dépréciations d'immobilisations, Mariner et Baby Love ont coûté en tout 4,9M€ de résultat d'exploitation en 2007/2008.

Ces affaires ont encore pesé sur les comptes 2008/2009, en plus **d'autres restructurations** : Kindy a arrêté d'autres activités cette année-là, notamment deux magasins d'usines à l'enseigne Sovema, une usine en Pologne dédiée aux marques du sous-groupe BSS, et une plateforme logistique pour GBB en Tunisie, ce qui a coûté en tout 3,5M€ en perte opérationnelle.

**2 - Fait important à noter, Kindy a généré bon an mal an, de façon quasi récurrente, une quarantaine de millions d'euros de chiffre d'affaires** avec ses autres activités durant toutes ces années difficiles, de 2006 à 2009. C'est sur ce **socle** solide de business que le groupe a **recommencé à se développer depuis deux ans** :

**a) L'exercice 2010/2011 marque un vrai redressement :**

- retour de la **croissance**, soit +8,7%, dont +13% dans l'activité chaussettes, et des gains de parts de marché dans le circuit de la grande distribution, avec des progressions de +29,6% en volume et de +14% en valeur, soit bien plus que le marché (chiffres de l'étude annuelle par enquêtes de Kantar sur le secteur).

- retour à une **profitabilité** correcte, soit une marge opérationnelle de 4,4%. Le résultat net déclaré bénéficiant d'un effet très positif, mais non-récurrent, de plus de 2M€ avec l'utilisation des crédits d'IS.

**b) Le premier semestre 2011/2012, clos le 31 décembre 2011, a confirmé cette bonne tendance:**

- le chiffre d'affaires progresse de +3,8% sur un an, malgré une consommation textile globalement hésitante, pénalisée par une température trop clémente, avec une bonne progression des MDD et de Thyo, Dim restant

stable sur le semestre. Le pôle chaussure pour enfant affiche pour sa part une progression de +18%, avec toujours des gains de clients en distribution sélective en France, et de bonnes performances pour les ventes en ligne.

- le groupe continue à améliorer ses marges, la marge opérationnelle progressant de 0,8%, et ce bien que la marge brute supporte le poids des hausses de matières premières, voire des coûts de transport avec le niveau élevé du prix des carburants, et d'un effet mix défavorable avec la plus grande proportion de MDD dans les ventes.

**c) Cependant, le deuxième semestre de l'exercice en cours devrait être nettement plus difficile.** La société a publié une progression de +3,5% de son activité des 9 premiers mois à fin mars 2012, mais on sait par ailleurs que la conjoncture s'est dégradée depuis pour le secteur du textile habillement, avec notamment (cf ci-dessus page 5 : Rappel : le marché français...) une chute de la dépense, soit -8,2% (source Insee) en avril par rapport à février.

### Résultats du 1<sup>er</sup> semestre 2011/2012 (du 30 juin au 30 décembre)

Compte de résultat M€	12/10	12/11	Δ :
Chiffre d'affaires	22,6	23,4	+ 4%
EBITDA	0,5	0,7	+ 40%
EBIT	0,3	0,5	+ 67%
Marge opérationnelle	1,3%	2,1%	
Résultat financier	-0,2	-0,3	
RCAI	0,1	0,2	
Résultat net pdg	0,3	0,2	
Résultat net retraité	0,1	0,2	+ 50%
Marge nette	0,4%	0,6%	

Tableau de flux		
CAF	0,3	0,4
Investissements bruts	0,2	1,3
Free cash-flow	0,1	-1,0

### Bilan 31/12/2011 en M€

GW et incorp.	5,3	Fonds Propres	8,3
Immobilisations	4,7	Minoritaires	0,2
Autres actifs*	16,2	Dette financière*	4,1
Liquidités	1,9	Autres passifs**	15,5
	28,1		28,1

		* : dont DCT :	3,1
Dette nette :	2,2	' : dont provisions :	1,8
Dette nette/FP :	27%	FR	1,3
		BFR	2,5
		T°	-1,2

### 3 - Bilans et financement : amélioration aussi

Kindy a bien renforcé son bilan en 2010/2011, avec un levier Dette Nette/Fonds Propres ramené de 72% à 27%, grâce non seulement au désendettement rendu possible par la génération de trésorerie libre sur le dernier

exercice (soit 1,4M€ sur la base d'un calcul simple : Capacité d'Autofinancement - Investissements Bruts, cf comptes simplifiés historiques ci-dessus page 8), mais aussi à l'imputation comptable d'un résultat net fortement grossi par le crédit d'impôt dans les Fonds Propres.

en M€					
Actif	06/10	06/11		06/10	06/11 Passif
Immo. incorporelles	4,5	4,5	Fonds propres	5,3	8,3
Survaleurs	0,8	0,8	Minoritaires	0,6	0,2
Immo. corporelles	1,2	1,1			
Autres Immo	0,3	2,8	Provisions	1,9	1,8
Stocks&en-cours	9,8	11,7	Dettes fin. >1 an	0,7	0,9
Clients	8,0	5,6			
Autres actifs	1,6	1,1	Fournisseurs	8,7	9,3
			Autres dettes	5,9	5,8
Liquidités	1,9	2,0	Dettes fin. <1 an	5,0	3,3
	28,1	29,6		28,1	29,6

En M€	06/10	06/11	
Dette Nette	3,8	2,2	
Dette Nette/Fonds Propres	72%	27%	
ROE	15%	17%	
			Variations :
Fonds de Roulement	1,7	2,0	+ 0,3
BFR	4,8	3,3	- 1,5
T° nette	-3,1	-1,3	+ 1,8

On peut aussi constater que le groupe a significativement **amélioré son BFR**, tant en valeur absolue, il recule de 1,5M€, qu'en terme de délais de règlement, les règlements clients passant de 70 jours de chiffre d'affaires à 45 :

#### Stocks & décalages de règlements en jours de chiffre d'affaires :

	juin-10	juin-11
Stocks /CA	85,8	94,3
Clients/CA	70,0	45,1
Fournisseurs /CA	76,2	74,9
BFR/CA	79,7	64,5

Kindy bénéficie de fait de l'application de la loi LME, qui interdit à présent de payer ses fournisseurs à plus de 60 jours, et essaie ainsi de limiter une pratique très pénalisante pour les PME (et très française).

Ceci étant, la négociation sur les conditions de paiement s'est reportée sur d'autres terrains : Kindy fait à présent plus de remises sur factures, et a provisionné à ce titre plus de 1M€ dans ses comptes à fin juin.

Le groupe affiche de façon permanente une **situation de trésorerie nette** négative, celle-ci était de -1,3M€ fin juin et -1,2M€ fin décembre, et emprunte à court-terme, le plus souvent à trois mois, pour financer son exploitation.

Ces lignes de crédit renouvelables lui coûtent en principe une marge de 1,5% sur Euribor 3 mois.

Kindy (et GBB) fait aussi appel de façon systématique à l'**affacturage**, avec un volume traité de 32,5M€ en 2010/2011, commissionné à 0,23% pour un coût de financement à Euribor 1 mois + 60pb.

On notera que le free cash-flow généré en 2010/2011 (cf page 8 : génération de trésorerie) n'est pas récurrent à ce niveau en 2011/2012 : le groupe investit 1,5M€ dans de nouveaux équipements, notamment pour porter la capacité de production de Moliens de 1 à 3M de paires par an à terme, avec comme premier objectif 1,6M de paires pour cette année. Le gros de cet investissement a été réalisé au premier semestre de l'exercice en cours.

## V) Valorisation : encore modérée ?

On peut bâtir un modèle de prévision pour le Groupe Kindy en faisant les hypothèses suivantes :

- un périmètre stable : toutes les activités sont appelées à rester dans le groupe,
- un potentiel de croissance du chiffre d'affaires à moyen-terme de +4% par an, avec notamment, outre l'apport d'Achille, i) la montée en gamme du pôle chaussette (sport, Santé, etc...), et, ii) le développement du pôle chaussure pour enfant, qui n'a pas encore saturé ses canaux de distribution, loin s'en faut,
- il existe aussi un potentiel pour encore améliorer les marges, avec les effets volumes sur une base de coûts fixes bien contrôlée, et qui a été abaissée significativement ces dernières années.

Cependant, en ce qui concerne l'exercice en cours clos à fin juin (06/12e), nous tenons compte d'une demande mal orientée depuis

quelques mois (cf ci-dessus : marché, page 7, 2<sup>ème</sup> semestre, page 9). Dans un tel contexte, la direction fait état d'une bonne **résistance** des ventes du groupe, dont les parts de marché se maintiennent, voire s'améliorent, sur ses différents segments.

Mais cette conjoncture défavorable ne peut qu'impacter négativement l'activité et les résultats du groupe Kindy : nous prévoyons à présent pour l'exercice 2011/2012 une **stagnation de l'activité**. Et nous prévoyons aussi un **tassement de la marge opérationnelle**, les volumes ne suffisant pas à absorber la légère hausse des coûts fixes liée aux projets de développement en cours.

Enfin, avec les changements en cours de la fiscalité, qui ne sont pas encore définitivement arrêtés, Kindy ne pourra vraisemblablement pas utiliser ses reports déficitaires au même niveau que l'année dernière, et l'incertitude reste de ce fait forte sur le niveau du résultat net consolidé pour cet exercice.

## Kindy - Prévisions :

Compte de Résultat en M€	06/09	06/10	06/11	06/12e	06/13e	06/14e
<i>Croissance CA :</i>						
<b>CA</b>	<b>48,1</b>	<b>41,7</b> - 13,3%	<b>45,3</b> + 8,6%	<b>45,3</b> + 0,0%	<b>47,3</b> + 4,4%	<b>49,5</b> + 4,7%
Achats	22,4	19,4 - 13,4%	23,1 + 19,1%	23,5 + 1,7%	24,5 + 4,3%	25,5 + 4,1%
Marge Brute	25,7	22,3	22,2	21,8	22,8	24,0
Autres Charges	15,2	10,6	10,1	10,1	10,3	10,8
Frais de Personnel	12,7	10,2	10,1	10,2	10,3	10,6
<b>EBE</b>	<b>-2,2</b> -4,6%	<b>1,5</b> 3,6%	<b>2,0</b> 4,4%	<b>1,5</b> 3,3%	<b>2,2</b> 4,7%	<b>2,6</b> 5,3%
Amortissements & Prov.	0,7	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
<b>RO courant</b>	<b>-2,9</b> -6,0%	<b>1,1</b> 2,6%	<b>1,6</b> 3,5%	<b>1,0</b> 2,2%	<b>1,7</b> 3,6%	<b>2,1</b> 4,2%
Autres Prod&Autres Charges	-0,2	-0,5	-0,2			
RO	-3,1	0,6	1,4	1,0	1,7	2,1
Solde Financier	-0,9	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
<b>RCAI</b>	<b>-4,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>
Autres prod&charges fin.	-0,1					
Res. activités abandonnées	0,1					
<i>Taux d'IS :</i>						
IS*	-0,3 ns	-0,1 ns	-2,4 ns	0,1 15%	0,4 33%	0,5 33%
RN	-3,6	0,3	3,2	0,3	0,7	1,0
Minoritaires						
<b>RNpg déclaré</b>	<b>-3,6</b>	<b>0,3</b>	<b>3,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>
RNpg retraité	-3,4 -7,1%	0,8 1,9%	0,8 1,8%	0,3 0,8%	0,7 1,6%	1,0 2,0%
<b>Capacité d'autofinancement</b>						
<b>CAF</b>	<b>-2,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>
Investissements bruts	0,3	0,4	0,4	1,5	0,5	0,6
Free cash-flow	-3,0	0,8	0,8	-0,7	0,7	0,9





## VI) Analyse Stratégique :

### Forces:

- Kindy est **leader** sur son marché, avec des **positions** fortes dans tant en marques distributeurs qu'en marques propres.
- Les **marques** et la **qualité du service** apporté de bout en bout font de Kindy un partenaire incontournable de la Grande Distribution.
- La production "fables" ou presque confère une bonne **flexibilité** contre les baisses éventuelles de volumes.
- Kindy est géré dans une optique de **long terme** par son actionnariat familial.

### Faiblesses:

- Kindy a affaire à des clients plus gros que lui.
- Les marges dégagées dans la chaussette sont relativement faibles en valeur absolue.
- Le groupe a aussi un BFR à financer, et doit compter sur les banques pour boucler sa trésorerie.
- Doté d'un actionnariat familiale, Kindy n'a en principe pas d'attrait spéculatif.

## VII) Actionnariat : stable

(cf % de détentions en page 1)

**Kindy bénéficie d'un management et d'un actionnariat très stable**, avec

- un patron "historique", Mr Joël Pétilion, qui est à la fois le président du Directoire et le premier actionnaire du groupe,
- d'autres actionnaires "historiques" : la famille Bloquert,

### Conclusion:

**Restructuré et redressé, son périmètre stabilisé, le Groupe Kindy devrait renouer avec la croissance et les gains de marges.**

**Un tel objectif semble raisonnablement atteignable grâce à i) des positions très solides tant dans les linéaires de la grande distribution que dans le commerce multi-marques, ii) une offre enrichie en permanence et déclinée sur toujours plus de segments, et, enfin, iii) la notoriété des marques.**

**Ces perspectives favorables sont valorisées à des niveaux plutôt inférieurs aux moyennes de marché.**

Alexandra Garai/Jérôme Lieury 06/06/2012

### Opportunités:

- Le groupe est **restructuré** et a éliminé ses foyers de perte : la **croissance** devrait apporter des **gains de marge**
- Les salaires sont orientés à la hausse chez les **concurrents chinois**, qui pourraient devenir moins agressifs à l'avenir
- En ré-investissant dans ses capacités en propre à Moliens et au Portugal, Kindy prend éventuellement en avance le virage des **relocalisations**.

### Risques:

- Le comportement de plus en plus erratique des prix mondiaux des matières premières peut impacter les marges.
- Les banques peuvent décider un beau jour de ne plus renouveler les crédits de trésorerie.
- Le groupe peut procéder à des acquisitions, avec le risque d'exécution que cela implique.

iii) la présence de deux autres actionnaire de long terme : Mr Jacques Gaillard, qui est un industriel ancien dirigeant-propriétaire de La Brosse & Dupont, et le CIAL (Crédit Industriel d'Alsace-Lorraine).

Le reste du management est aussi relativement impliqué dans le capital.





Cette analyse financière a été produite selon les principes édictés par la **Charte de l'Analyse Financière des PME et ETI cotées**. Elle a bénéficié d'un financement mutualisé attribué par le Conseil de l'Analyse Financière, organe exécutif de l'Observatoire du Financement des Entreprises par le Marché.

Cet observatoire a été institué pour promouvoir l'analyse financière, notamment l'analyse financière indépendante, des petites et moyennes valeurs cotées en France actuellement non suivies.

Le présent document est uniquement une analyse financière fondamentale, et en aucun cas une offre ayant pour objectif de vendre une valeur mobilière action ou obligation. Préparé entièrement à partir d'informations publiées, ce document et son contenu s'adresse exclusivement à des investisseurs professionnels.

Bien que les meilleures précautions aient été prises pour s'assurer que l'information contenue dans ce document est exacte et actualisée, aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude et à l'intégrité de cette information par les auteurs de ce document, qui déclinent par ailleurs toute responsabilité pour les erreurs ou les omissions quelconques que ce document pourrait contenir, et pour le résultat de toute action menée sur la base de cette information.

Les faits et les opinions contenus dans ce document sont réservés à l'usage personnel de son récipiendaire, et dans un but informatif uniquement.