



6 septembre 2024

Cours : 12,22€

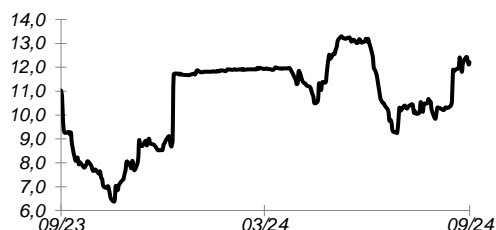
Objectif : 13,80€

## RENFORCER (2)

Opinion inchangée

1 : Acheter 2 : Renforcer 3 : Conserver 4 : Alléger 5 : Vendre

Cours au 05/09/2024  
Résultats S1 - Confcall



Source : FactSet Research

Marché	Euronext
ISIN / Mnémonique	FR0000130692 / CRI
Reuters / Bloomberg	CRI PA / CRI FP
Indice	CAC Small
Éligibilité PEA-PME	Oui

<b>Capitalisation (M€)</b>	<b>303,8</b>
Flottant (%)	32,4%
Nbre de Titres (Mio)	24,860
Date de clôture	31-Déc

	23	24e	25e
<b>PER</b>	<b>ns</b>	<b>47,2</b>	<b>17,8</b>
PCF	ns	8,1	6,1
VE/CA	0,9	0,8	0,7
VE/ROP	25,6	21,0	13,8
PAN	1,1	1,1	1,1
Rendement	6,4%	0,0%	1,6%
Free Cash Flow Yield	-15,4%	9,0%	5,9%
ROACE	15,2%	2,0%	13,0%

CA	653,2	749,1	811,5
CA précédent	653,2	713,4	769,0
var. n/n-1	-12,5%	14,7%	8,3%
EBE	47,0	58,3	73,9
ROC	26,6	34,5	47,6
% CA	4,1%	4,6%	5,9%
ROP	22,0	27,0	40,1
% CA	3,4%	3,6%	4,9%
RN Pdg publié	1,5	6,2	16,5
% CA	0,2%	0,8%	2,0%

BNPA	0,06	0,26	0,69
BNPA précédent	0,06	0,08	0,61
var. n/n-1	-93,1%	315,3%	164,7%
<b>BNPA Cor</b>	<b>0,06</b>	<b>0,26</b>	<b>0,69</b>
ANPA	10,5	10,8	11,2
Dividende net	0,00	0,20	0,48
DFN	270,3	263,9	251,3

Jérémy Sallée, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30  
jeremy.sallee@bnpparibas.com

## Accélération de la recovery

*Solide T2, nettement supérieur à nos attentes, avec une activité principalement portée par l'accélération du rebond de Novacel. Cette recovery se traduit également sur la marge, malgré les pertes élevées de CPG, et dans la génération de FCF. Le management demeure confiant dans l'accélération de la dynamique au S2.*

### T2 soutenu par l'amplification du rebond de Novacel

Les résultats S1 (CA 374,3M€ +8,6% +11,1% à pcc; ROPA 17M€ 4,5% +0,8pt) ressortent au-dessus de nos attentes (CA 356M€ +2,7% +6,4% à pcc; ROPA 14,8M€ 4,2% +0,5pt) et de celles du consensus (CA 369M€, ROPA 15,9M€). La publication est notamment marquée par l'accélération de la reprise de Novacel (ex-CAM) : croissance organique T2 de +12% (vs +3% au T1 et vs PZP T2 -1,4%) et en hausse de +18% en séquentiel. La dynamique est soutenue par un bel effet volume (S1 +10%, gains de PDM, restockage des clients, belle reprise en Europe) et des hausses de prix qui compensent un retrait de -7% du prix du polyéthylène. Ceci se traduit mécaniquement par une nette amélioration de la MOPA à 5,4% (+2,7pts vs PZP 4,5%) avec un ROPA S1 de 8,6M€ quasiment équivalent au ROPA FY 2023 (10M€). Sur les autres métiers, les dynamiques sont également très bonnes notamment sur CFT PCC (CA S1 +1% +10% à pcc, MOPA 7,8% +0,7pt) que sur CMS (CA S1 +28% +27% à pcc) qui nous impressionne en affichant une marge de 9% (vs PZP 7,5%e) avec la sortie d'Hypsos du périmètre (explique c.0,7M€ de pertes en n-1). Notons une déception au niveau des pertes de CPG (x3 à -3,7M€ vs PZP -0,6M€) soit c.-64% CA. Hors CPG la rentabilité aurait progressé de 1,9pt à 5,6%.

### Retour à une génération de FCF positive

Ces bons résultats se traduisent par un retour à une génération de FCF positive (PZP 28M€) après deux exercices en territoire négatif (-72M€ au total entre 2022 et 2023). Cette performance s'explique notamment par une nette amélioration du BFR (-34M€, boostée en partie par une baisse des stocks de Novacel en dépit du rebond de l'activité). Notons néanmoins que cet effet semble être aidé par un recours accru au factoring déconsolidant (+28M€ vs fin 2023 à 76,2M€).

### Accélération de la dynamique attendue au S2

Le management se montre particulièrement confiant pour le reste de l'exercice et anticipe une accélération du rebond au S2 et début 2025. Le rebond S2 (PZP CA S2 +22% +26,5% à pcc) sera favorisé par une base plus favorable qu'au S1 et par la poursuite de la recovery de Novacel qui pourrait également renouer avec des niveaux de marges normatives >9-10% dès 2025 (niveaux atteints pour la dernière fois au S1 2019). Le management estime globalement que ses marchés seront dynamisés au S2 par les perspectives de baisses des taux et du coût de l'énergie tandis que CMS jouit d'une excellente visibilité (carnet de commandes >300M€, objectif CA 24 150M€ pour une MOPA >7%). Malgré la perte S1 (RNpdg -3,5M€), Chargeurs vise un RNpdg FY positif et une reprise du dividende en 2025. La génération de cash devrait également rester bonne au S2 pour ramener le ratio de levier à <3,5x vs 4,3x à fin S1.

**Le relèvement de notre scénario de CA (intégration de Cilander, scénario plus agressif sur Novacel : CA FY +17% vs +8%, MOPA 6% vs 5%) a finalement un impact limité sur nos attentes de ROPA (34,5M€ 4,6% vs 32,2M€ 4,5% préc.) compte tenu des pertes de CPG (PZP FY -7M€ vs -1,2M€ préc.). Nous ajustons notre objectif de 13,2€ à 13,8€ et confirmons notre opinion Renforcer (2).**

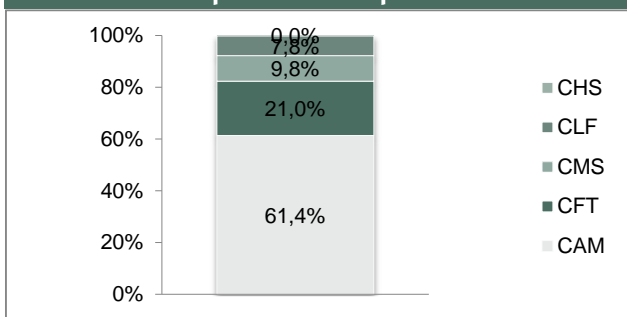
## CHARGEURS

Exploitation	19	20	21	22	23	24e	25e	26e
CA	626,2	822,0	736,6	746,4	653,2	749,1	811,5	859,0
var. n/n-1	9,2%	31,3%	-10,4%	1,3%	-12,5%	14,7%	8,3%	5,9%
var. organique	-1,2%	27,5%	-10,4%	-4,4%	-7,0%	17,8%	6,7%	5,9%
EBE	60,0	102,4	73,8	67,9	47,0	58,3	73,9	88,2
ROC	41,4	79,3	50,7	45,4	26,6	34,5	47,6	59,8
var. n/n-1	-15,5%	91,5%	-36,1%	-10,5%	-41,4%	29,7%	38,0%	25,6%
ROP	31,9	55,8	41,2	38,5	22,0	27,0	40,1	51,9
RCAI	20,4	46,3	30,6	19,4	-7,7	3,9	17,7	30,7
IS	-4,9	-4,3	-0,5	2,5	11,1	3,0	-1,2	-2,1
RN Pdg publié	15,1	41,0	30,6	22,1	1,5	6,2	16,5	28,6
RN Pdg corrigé	15,1	41,0	30,6	22,1	1,5	6,2	16,5	28,6
var. n/n-1	-43,2%	+ / ++	-25,4%	-27,8%	-93,2%	+ / ++	+ / ++	73,6%
Tmva CA 2021 / 2025e	2,4%							
Marge brute (%)	26,7%	26,6%	25,3%	26,1%	26,3%	25,3%	26,5%	27,5%
Marge opérationnelle (%)	5,1%	6,8%	5,6%	5,2%	3,4%	3,6%	4,9%	6,0%
Marge nette (%)	2,4%	5,0%	4,2%	3,0%	0,2%	0,8%	2,0%	3,3%
Taux IS (%)	24,0%	9,3%	1,6%	-12,9%	144,2%	-76,3%	6,8%	6,8%
Frais de personnel / CA (%)	-15,8%	-13,8%	-16,7%	-17,6%	-19,5%	-	-	-
CA/effectif (K€)	303	361	330	309	291	-	-	-
var. n/n-1	-5,4%	19,2%	-8,7%	-6,1%	-5,9%	-	-	-
Effectif moyen	2 069	2 278	2 235	2 412	2 242	-	-	-
var. n/n-1	15,5%	10,1%	-1,9%	7,9%	-7,0%	-	-	-

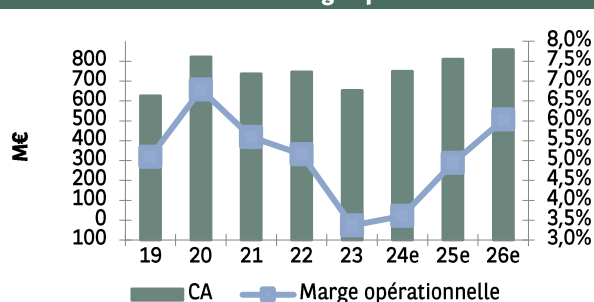
Bilan	19	20	21	22	23	24e	25e	26e
Fonds propres Pdg	232,4	237,4	267,4	279,7	252,5	258,7	270,4	287,5
Dettes financières nettes	122,4	126,7	117,3	181,8	270,3	263,9	251,3	228,0
Autres	-2,3	20,5	-31,6	-16,0	-113,2	-132,5	-132,5	-132,5
<b>Capitaux investis</b>	<b>352,5</b>	<b>383,8</b>	<b>352,5</b>	<b>445,7</b>	<b>409,5</b>	<b>390,0</b>	<b>389,1</b>	<b>382,9</b>
Immobilisations nettes	286,2	349,9	354,8	389,9	375,3	370,0	363,6	356,0
dont écarts d'acquisition	135,9	176,8	188,8	217,2	205,0	205,0	205,0	205,0
dont financières	6,7	8,3	30,9	12,6	40,2	40,2	40,2	40,2
BFR	73,0	42,2	28,6	68,4	74,4	60,2	65,8	67,1
<b>Actif économique</b>	<b>352,5</b>	<b>383,8</b>	<b>352,5</b>	<b>445,7</b>	<b>409,5</b>	<b>390,0</b>	<b>389,1</b>	<b>382,9</b>
Gearing (%)	52,7%	53,6%	44,0%	65,0%	107,1%	102,0%	93,0%	79,3%
BFR/CA (%)	11,7%	5,1%	3,9%	9,2%	11,4%	8,0%	8,1%	7,8%
Dettes financières nettes/EBE (x)	2,0	1,2	1,6	2,7	5,8	4,5	3,4	2,6
ROE (%)	6,5%	17,3%	11,4%	7,9%	0,6%	2,4%	6,1%	10,0%
ROACE (%) après IS normé	15,8%	23,5%	14,0%	9,9%	15,2%	2,0%	13,0%	16,5%

Financement	19	20	21	22	23	24e	25e	26e
Cash Flow	38,7	70,4	43,0	32,9	1,5	36,2	48,2	62,4
Variation BFR	-13,3	2,6	21,9	-40,5	-17,0	14,2	-5,6	-1,3
Investissements industriels	-35,0	-25,8	-23,9	-21,1	-28,2	-24,0	-25,2	-26,2
% du CA	5,6%	3,1%	3,2%	2,8%	4,3%	3,2%	3,1%	3,0%
<b>Cash Flow Libre</b>	<b>-9,6</b>	<b>47,2</b>	<b>41,0</b>	<b>-28,7</b>	<b>-43,7</b>	<b>26,4</b>	<b>17,4</b>	<b>34,9</b>
Cessions d'actifs	0,9	4,9	0,5	0,3	0,5	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-9,6	-53,0	-20,4	-5,1	-2,1	-20,0	0,0	0,0
Dividendes	-8,6	-5,9	-17,7	-17,9	-8,6	0,0	-4,8	-11,5
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-3,3	2,5	6,0	-13,1	-34,6	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	30,2	4,3	-9,4	64,5	88,5	-6,4	-12,6	-23,4
<b>Dettes financières nettes</b>	<b>122,4</b>	<b>126,7</b>	<b>117,3</b>	<b>181,8</b>	<b>270,3</b>	<b>263,9</b>	<b>251,3</b>	<b>228,0</b>

Répartition du CA par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



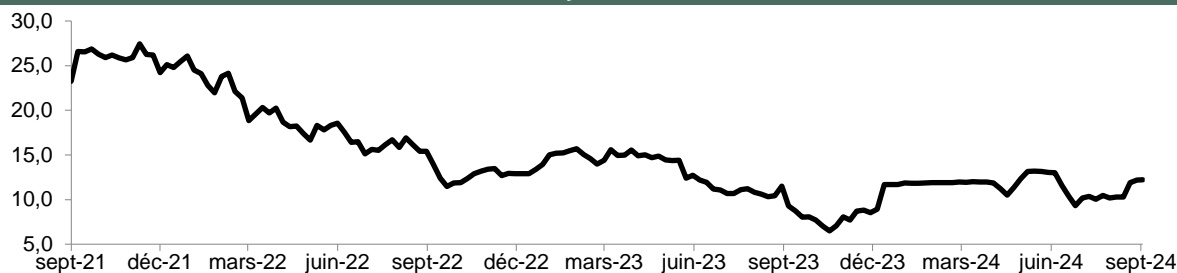
## CHARGEURS

Données par action	19	20	21	22	23	24e	25e	26e
BNPA	0,66	1,76	1,26	0,91	0,06	0,26	0,69	1,19
var. n/n-1	-42,7%	+ / ++	-28,3%	-28,0%	-93,1%	+ / ++	+ / ++	73,6%
CFPA	1,7	3,0	1,8	1,4	0,1	1,5	2,0	2,6
ANPA	10,2	10,2	11,0	11,5	10,5	10,8	11,2	12,0
Dividende net (versé en n+1)	0,40	1,32	1,24	0,76	0,00	0,20	0,48	0,83
Payout (%)	60,5%	75,0%	98,3%	83,6%	0,0%	77,2%	70,0%	70,0%
Tmva BNPA 2021 / 2025e	-14,1%							
Tmva CFPA 2021 / 2025e	3,1%							

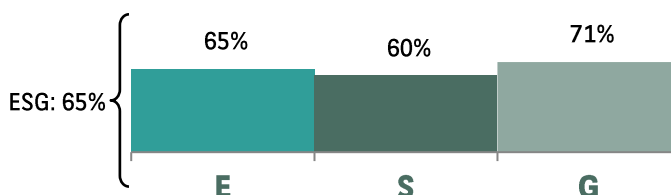
Valorisation	19	20	21	22	23	24e	25e	26e
PER (x)	26,5	9,0	18,2	18,6	ns	47,2	17,8	10,3
PCF (x)	10,3	5,2	13,0	12,5	ns	8,1	6,1	4,7
PAN (x)	1,7	1,6	2,1	1,5	1,1	1,1	1,1	1,0
VE/CA (x)	0,9	0,6	0,9	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6
VE/EBE (x)	9,0	5,0	9,2	8,9	12,0	9,7	7,5	6,0
VE/ROP (x)	16,9	9,1	16,6	15,7	25,6	21,0	13,8	10,3
Free Cash Flow Yield (%)	-2,4%	12,8%	7,3%	-7,0%	-15,4%	9,0%	5,9%	11,9%
Rendement (%)	3,8%	2,5%	5,7%	7,3%	6,4%	0,0%	1,6%	3,9%
Capitalisation (M€)	417,1	383,1	565,6	421,8	293,3	303,8	303,8	303,8
Valeur d'Entreprise (VE)	539,5	509,0	682,3	603,8	563,5	567,6	555,0	531,7
<b>Cours de référence (€)</b>	<b>17,5</b>	<b>15,8</b>	<b>23,0</b>	<b>16,9</b>	<b>11,8</b>	<b>12,2</b>	<b>12,2</b>	<b>12,2</b>
Nb de titres (Mio)	23,849	24,211	24,584	24,919	24,862	24,862	24,862	24,862
Nb de titres corrigé (Mio)	22,853	23,287	24,256	24,319	24,038	24,038	24,038	24,038
% de la dilution	0,7%	0,8%	1,2%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Date d'introduction	02/01/1985							
Cours d'introduction ajusté	2,7 €							

Données intermédiaires	19	20	21	22	23	24
CA T1	161,2	157,8	180,8	203,5	169,7	177,8
CA T2	164,8	360,7	191,6	195,2	183,1	196,5
CA S1	326,1	518,5	372,4	398,7	352,8	374,3
ROP S1	17,3	45,3	31,6	21,3	9,2	10,2
RN pdg corrigé S1	8,3	28,9	24,7	10,2	3,3	-3,5
Marge opérationnelle S1	5,3%	8,7%	8,5%	5,3%	2,6%	2,7%
Marge nette S1	2,5%	5,6%	6,6%	2,6%	0,9%	-0,9%
CA T3	146,4	169,7	172,9	174,9	150,8	
CA T4	153,8	133,8	191,3	167,3	158,5	
CA S2	300,2	303,5	364,2	342,2	300,4	
ROP S2	14,6	10,5	9,6	17,2	12,8	
RN pdg corrigé S2	6,8	12,1	5,9	11,9	-1,8	
Marge opérationnelle S2	4,9%	3,5%	2,6%	5,0%	4,3%	
Marge nette S2	2,3%	4,0%	1,6%	3,5%	-0,6%	
<b>Taux de croissance (n/n-1)</b>						
CA T1	11,3%	-2,1%	14,6%	12,6%	-16,6%	4,8%
CA T2	15,8%	+ / ++	-46,9%	1,9%	-6,2%	7,3%
CA T3	9,1%	15,9%	1,9%	1,2%	-13,8%	
CA T4	1,2%	-13,0%	43,0%	-12,5%	-5,3%	
CA S1	13,6%	59,0%	-28,2%	7,1%	-11,5%	6,1%
CA S2	4,9%	1,1%	20,0%	-6,0%	-12,2%	
ROP S1	-30,0%	+ / ++	-30,2%	-32,6%	-56,8%	10,9%
ROP S2	-16,6%	-27,9%	-8,8%	79,2%	-25,6%	

### Historique de cours



Taxonomie	CA	Opex	Capex
Eligible	0%	0%	0%
Aligné	0%	0%	0%



## CHARGEURS

Critères ESG Portzamparc				
ENVIRONNEMENT	2021	2022	2023	Commentaires
<b>Empreinte carbone</b>				
Emissions de GES en teqCO2 (Scope 1 et 2) / CA (M€)	70,1	69,2	64,3	
Objectifs CO2 validés SBTi	Non	Non	Non	Trajectoire jugée conforme par la Société
Prime environnementale liée à la nature de l'activité	Non	Non	Non	
<b>Politique environnementale</b>				
Publication d'un rapport environnemental	Oui	Oui	Oui	
Amendes/Litiges liés à l'environnement sur les trois dernières années	Non	Non	Non	
Certification 14001	Oui	Oui	Oui	
SOCIAL	2021	2022	2023	Commentaires
<b>Promotion de la diversité</b>				
Part des femmes dans la société	32%	34%	35%	
Index égalité salariale femmes / hommes	ND	ND	ND	
Plan d'actions en faveur de l'égalité professionnelle	Oui	Oui	Oui	
Part des personnes en situation de handicap	4,0%	4,6%	4,7%	en France
<b>Formation</b>				
Part de salariés ayant suivi une formation lors de l'exercice	ND	ND	100%	
<b>Recrutement &amp; Attractivité</b>				
Taux d'attrition (employés)	18%	18%	18%	
Certification Great Place To Work / Happy At Work	Non	Non	Non	
<b>Conditions de travail</b>				
Présence d'un DRH au comité de direction	Oui	Oui	Oui	
Encouragement de l'actionnariat salarié	Oui	Oui	Oui	
Nombre de titres détenus par les salariés (k)	ND	ND	ND	
Taux d'absentéisme	ND	ND	ND	
Taux de fréquence des accidents du travail (AT)	6,43	6,52	7,21	
GOVERNANCE & ACTIONNARIAT	2021	2022	2023	Commentaires
Respect du code Afep-Medef ou Middledenext	Oui	Oui	Oui	
<b>Composition des instances de gouvernance</b>				
Séparation des fonctions de Président et de Directeur général	Non	Non	Non	
Nombre de membres composants le conseil d'administration	6	6	6	
<i>dont indépendants</i>	3	3	3	
<i>dont femmes</i>	3	3	3	
Administrateur représentant les salariés au CA	Non	Non	Non	
Assiduité des membres du CA	100%	91%	97%	
Comité d'audit	Oui	Oui	Oui	
Comité des risques	Non	Non	Oui	
Comité des risques : une partie dédiée à la cybersécurité	Non	Non	Non	
Comité RSE	Non	Oui	Oui	Intégration de la RSE dans les séances dédiées à la stratégie du Groupe
<b>Respect des actionnaires minoritaires</b>				
Droits de votes doubles/multiples	Oui	Oui	Oui	
Poids de l'actionnaire principal (droits de vote)	29%	29%	29%	
<b>Rémunération des dirigeants</b>				
Transparence sur la rémunération variable du CEO	Oui	Oui	Oui	
Déclaration de la rémunération du CEO	Oui	Oui	Oui	
Rémunération du CEO liée aux critères de performances RSE	oui	oui	oui	
Ratio d'équité (salaire médian)	ND	ND	ND	
PARTIES PRENANTES EXTERNES	2021	2022	2023	Commentaires
Mise en place d'une charte éthique avec ses fournisseurs	Oui	Oui	Oui	
Mise en place d'indicateurs de satisfaction clients	Oui	Oui	Oui	
Part des frais d'audits financiers dans les frais d'audits	90%	90%	100%	

## Mentions obligatoires

### Recommandations boursières

Nos recommandations boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à un horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur les objectifs de cours définis par l'analyste et intègrent des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché, susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse Portzamparc établit ses évaluations selon une approche d'analyse fondamentale multicritères (principalement et de manière non exhaustive actualisation des flux, multiples des comparables, multiples de transaction, somme des parties, actif net réévalué).

ACHETER (1) : Performance attendue supérieure à +15%

RENFORCER (2) : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

CONSERVER (3) : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

ALLEGER (4) : Performance attendue comprise entre -5% et -15%

VENDRE (5) : Performance attendue inférieure à -15% ou absence de visibilité sur les fondamentaux de la société.

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation...) est accessible sur <https://www.midcaps.portzamparc.fr/wp-content/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle).

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

### Historique des recommandations sur l'émetteur au cours des 12 derniers mois

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des recommandations et d'objectifs de cours faits par le département d'analyse financière de Portzamparc sur une période de 12 mois.

La mise à jour des recommandations intervient, soit à l'occasion d'un commentaire lié à une publication officielle ou légale, soit à l'occasion d'un événement exceptionnel (croissance externe, accords significatifs).

Date	Analyste	Objectif de prix	Cours de clôture	Recommandation
05 Sep 24 - 08:37:30	Jérémy Sallée	13,2	12,12	Renforcer
30 May 24 - 08:25:45	Jérémy Sallée	13,2	13,18	Renforcer
29 May 24 - 15:13:14	Jérémy Sallée	13,2	13,08	Renforcer
29 May 24 - 10:19:35	Jérémy Sallée	13,2	13,08	Renforcer
02 May 24 - 08:16:42	Jérémy Sallée	13,2	11,78	Renforcer
09 Nov 23 - 17:05:41	Jérémy Sallée	12,7	8,09	Acheter
09 Nov 23 - 15:12:38	Jérémy Sallée	12,7	8,09	Acheter
09 Nov 23 - 09:24:38	Jérémy Sallée	17,6	8,09	Acheter
08 Sep 23 - 10:19:37	Jérémy Sallée	18,3	9,7	Acheter
08 Sep 23 - 08:26:53	Jérémy Sallée	18,3	9,7	Acheter
07 Sep 23 - 08:21:36	Jérémy Sallée	18,3	10,82	Acheter

### Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

Société	Détail des conflits d'intérêts potentiels
Chargeurs	

1. Portzamparc possède ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par cet émetteur;
2. Cet émetteur, ou ses actionnaires principaux, possèdent ou contrôlent, directement ou indirectement, 5% ou plus du capital en actions émis par Portzamparc;
3. Portzamparc a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois;
4. Portzamparc est teneur de marché pour les instruments financiers de cet émetteur;
5. Portzamparc a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.
6. Portzamparc et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse à travers laquelle Portzamparc s'est engagé à produire et à diffuser des études de recherche d'investissement sur ledit émetteur. Document de recherche produit conformément à la Charte de Bonnes Pratiques sur la recherche sponsorisée. Analyse payée partiellement par l'émetteur, diffusion réservée;
7. Portzamparc a été rémunéré par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;
8. L'auteur de cette étude ou une personne qui aurait aidé à l'élaboration de cette étude (ou un membre de son foyer), ou encore une personne qui, malgré sa non-implication dans l'élaboration de cette étude avait ou pouvait raisonnablement avoir accès aux éléments substantiels de cette étude avant sa diffusion détient une position nette ou courte supérieure à 0,5% du capital de cet émetteur
9. La recommandation présentée dans ce document a été divulguée à l'émetteur avant sa publication et diffusion et a été subséquemment modifiée préalablement à sa diffusion

### Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08