SMCP — la fin de la saga actionnariale que le marché ne paie qu'à moitié

Thèse d'investissement · Euronext Paris : SMCP (FR0013214145) · 13 juillet 2026 · Sandro · Maje · Claudie Pierlot · Fursac

COURS (13/07/2026)	CA 2025	EBIT AJUSTÉ 2025	FCF 2025	DETTE NETTE	ESPÉRANCE 12–18 M
5,20 €	**1 217 M€**	**95 M€**	**91 M€**	**148 M€**	**≈ 5,80 €**
capi ≈ 0,40 Md€	+1,7 % organique	7,8 % du CA (+80 %)	record historique	1,3x EBITDA (÷2 en 1 an)	+12 % pondéré

Synthèse & recommandation

Même méthode qu'Aramis, Abivax et Facephi — et un angle encore différent. Aramis était une décote sous actionnaire de contrôle, Abivax une optionalité de rachat, Facephi une inflexion non payée. SMCP est **une situation spéciale à catalyseur daté, quasi certain dans son déclenchement, incertain dans son prix** : après cinq ans d'imbroglio judiciaire, la vente de 51,2 % du capital est officiellement lancée depuis le 27 novembre 2025, pilotée par Lazard. Si l'acquéreur franchit 30 %, il devra déposer une **OPA obligatoire sur 100 % du capital** — au prix du bloc, en vertu des règles AMF.

Le paradoxe que le marché ne résout qu'à moitié : les fondamentaux se sont violemment redressés (EBIT ajusté +80 % en 2025, FCF record de 91 M€, levier divisé par deux à 1,3x) pendant que le titre restait écrasé par cinq ans d'overhang. À 5,20 €, SMCP capitalise ~0,40 Md€, soit **~0,45x le CA et ~4,7x l'EBITDA cash 2025** — quand Shandong Ruyi payait l'actif 1,3 Md€ d'EV en 2016 et que l'IPO de 2017 s'est faite à 22 €. Les créanciers vendeurs (BlackRock, Carlyle, Anchorage, Boussard & Gavaudan via le trustee GLAS) portent une créance de 250 M€ sur les 37 % historiques, soit un point mort proche de **8,7 €/action** — remarquablement proche du consensus analystes (8,72 €, 5 « achat », fourchette 8–10 €).

Vue : exposition acheteuse pour un profil spéculatif patient — espérance ≈ 5,80 € (+12 %), queue favorable (OPA à 7–8 € = +44 à +54 %), mais asymétrie **moins généreuse que Facephi** : le titre a repris ~40 % depuis novembre, et un échec du processus le ramènerait vers 3,50–4,50 €. Le point d'entrée se joue sur les replis. Juges de paix : **résultats S1 le 28 juillet 2026** ; issue du processus de cession visée **d'ici septembre 2026**.

Le dossier en un tableau — cinq ans de saga, trois faits nouveaux

Date	Événement	Portée pour la thèse
2021	Défaut d'European TopSoho (Shandong Ruyi) sur 250 M€ d'obligations échangeables ; GLAS saisit 29 % (+8 % cantonnés) ; 15,5 % exfiltrés vers Dynamic Treasure (BVI) pour 1 € symbolique	Origine de l'overhang ; le titre cotait alors 7,75 €
2023–2025	Victoires judiciaires de GLAS (Londres, Singapour — appel Xinbo définitivement rejeté en mai 2025) ; amendes AMF de 1,7 M€ contre les actionnaires chinois (juin 2025)	Le blocage judiciaire, seul obstacle à la cession, saute
Août 2025	**Restitution forcée des 15,5 %** à European TopSoho (en liquidation, curateur autorisé le 21/11/2025)	Le périmètre cessible devient entier
27 nov. 2025	**Lancement du processus de cession — jusqu'à 51,2 % du capital** (28,0 % GLAS + 15,5 % ETS + 7,7 % receivers AlixPartners), mandat Lazard ; titre +12 %	Le catalyseur passe de spéculatif à documenté
Mars–mai 2026	Processus compétitif ouvert ; offres indicatives attendues mi-mai (Reuters) ; candidats : private equity, industriels, conglomérat chinois (Oddo BHF)	Calendrier resserré, cible d'issue : septembre 2026
28 juil. 2026	Publication S1 2026 (guidance : marge EBIT ~10 % au S2, FCF 50 M€)	Juge de paix opérationnel imminent

Les trois mécanismes de la thèse

1. Une dislocation cours/fondamentaux fabriquée par l'overhang, pas par l'opérationnel

2025 est l'année du redressement démontré : CA de 1 217 M€ (+1,7 % organique), **EBIT ajusté de 95 M€ (+80 %, marge 7,8 % vs 4,4 %)**, retour au bénéfice net (+17 M€ vs –24 M€), **FCF record de 91 M€** (+86 %) et dette nette ramenée de 237 à 148 M€ — **un levier divisé par deux en un an (1,26x)**. La stratégie full-price (taux de démarque –3 pts, à 20 %) protège la marge brute (75,0 %, +0,7 pt) et la désirabilité des marques. Le T1 2026 confirme la résilience hors France : Amérique +11,7 %, EMEA +4,9 %, retour en croissance en APAC (+2,6 %) ; seule la France décroche (–13,0 %, base élevée + fermetures BHV/SGM + soldes volontairement réduites), avec normalisation attendue dès le T2. La guidance 2026 est confirmée : **marge EBIT ajustée ~10 % au S2 et 50 M€ de FCF**. Un titre à 0,45x le CA n'intègre rien de tout cela : il paie encore la crise actionnariale, pas l'entreprise.

2. Un bloc de 51,2 % à vendre avec OPA obligatoire à la clé — le catalyseur est structurel

C'est le cœur du dossier et ce qui le distingue d'une simple value trap : **les vendeurs sont des créanciers en sortie forcée**, pas des actionnaires stratégiques. GLAS (pour BlackRock, Carlyle, Anchorage, Boussard & Gavaudan) doit se rembourser une créance de 250 M€ ; European TopSoho est en liquidation sous curateur ; les 7,7 % restants sont administrés par des receivers d'AlixPartners. Aucun de ces détenteurs n'a vocation à rester. Le processus Lazard est compétitif et l'arithmétique réglementaire crée l'optionalité : toute acquisition au-delà de 30 % déclenche une OPA obligatoire sur 100 % du capital, au prix du bloc au minimum. Les minoritaires bénéficient donc du pouvoir de négociation des créanciers — dont le point mort (~8,7 €/action sur les 37 % historiques) est très supérieur au cours. Trois familles d'acquéreurs sont sur les rangs selon Oddo BHF : private equity (KKR et Apax ont déjà détenu et fait fructifier l'actif), industriels en logique de portefeuille de marques, conglomérats chinois (Fosun, Septwolves).

3. Un actif rare, déjà payé deux fois beaucoup plus cher

SMCP est l'un des très rares pure players cotés du « luxe accessible » avec une plateforme mondiale : 4 marques parisiennes, 1 587 points de vente dans 59 pays, un mix géographique équilibré (France 34 %, EMEA 35 %, Amérique 16 %, APAC 15 %) et des fondatrices (Evelyne Chetrite, Judith Milgrom) toujours à la direction créative. L'historique transactionnel parle : **KKR a payé ~650 M€ d'EV en 2013, Shandong Ruyi 1,3 Md€ en 2016 (~10x l'EBITDA d'alors), l'IPO de 2017 s'est faite à 22 €/action**. L'EV actuelle (~0,55 Md€) est inférieure au prix de 2013 pour un groupe dont le CA a plus que doublé depuis. Même en retenant des multiples de transaction prudents pour un secteur convalescent (6–7x l'EBITDA cash), la valeur de contrôle ressort très au-dessus du cours.

> **Ce que la thèse n'est pas.** Ce n'est pas un pari sur une renaissance de la consommation française (40 % du réseau DOS), ni sur un retour aux multiples de 2016. C'est un pari (i) sur la clôture d'un processus de vente déjà lancé, mené par des vendeurs contraints mais rationnels, (ii) protégé par des fondamentaux redressés qui rendent le standalone tenable si le processus traîne. La probabilité que le bloc change de mains est élevée ; le prix, lui, reste la vraie inconnue — et il peut décevoir.

Bilan, dette et structure du capital

Bilan assaini : dette nette de 148 M€ (1,26x l'EBITDA cash de 116,7 M€ hors IFRS 16), stocks en baisse de 260 à 233 M€, capex contenus à 28 M€ (2,3 % du CA), 47 M€ de trésorerie. Le FCF 2026 guidé à 50 M€ (hors coûts exceptionnels liés à une éventuelle opération sur le capital — la société provisionne elle-même l'hypothèse) prolonge le désendettement : **levier attendu <1x fin 2026**. Pas de mur de dette identifié, pas de risque dilutif — contrairement à Facephi, le bilan n'est pas le sujet. Capital : ~78 M d'actions ; flottant réel ~33 % une fois neutralisés les 51,2 % en vente et les participations des fondatrices ; liquidité correcte pour une small cap (SRD, PEA, PEA-PME).

Valorisation étagée

Étage	EV implicite	Par action	Lecture
1. Prix du marché (13/07/2026)	~0,55 Md€	5,20 €	0,45x CA 2025 · 4,7x EBITDA cash · 5,8x EBIT ajusté — multiples de détaillant en difficulté pour un groupe en redressement démontré
2. Standalone re-raté (7x EBIT ajusté 2026e ~105 M€)	~0,73 Md€	~7,50 €	Multiple encore prudent vs comparables marques premium ; suppose guidance délivrée et overhang levé
3. Valeur de contrôle (6–7x EBITDA cash 2026e ~125 M€)	0,75–0,88 Md€	7,70–9,30 €	Bas de fourchette des transactions du secteur ; encadre le consensus (8,72 €) et le point mort créanciers (~8,7 €)
4. Références historiques	1,3 Md€ (2016)	22 € (IPO 2017)	Non retenues comme cibles — simple rappel de l'ampleur de la destruction de valeur boursière, l'actif sous-jacent ayant grandi depuis

Hypothèses : ~78 M d'actions ; dette nette 148 M€ (au 31/12/2025) ; EBITDA cash = EBITDA ajusté hors IFRS 16 (116,7 M€ en 2025, ~125 M€ estimés 2026 si marge EBIT S2 ~10 % délivrée) ; EBIT ajusté 2026e ~105 M€. Les étages 2 et 3 sont des jugements d'analyste, pas des objectifs de cours sourcés.

La subtilité qui peut coûter cher : le prix du bloc fixe le prix de l'OPA. La protection AMF joue dans les deux sens. Si les créanciers, fatigués par cinq ans de procédure, cèdent le bloc *sous* le cours de bourse (ils restent gagnants vs une créance décotée rachetée sur le marché secondaire), l'OPA obligatoire se ferait à ce prix inférieur — sans obligation d'apporter, mais avec un signal de valorisation brutal. Une cession structurée sous 30 % pour éviter l'OPA (bloc scindé, ou acquéreur à 29,9 %) est également possible. L'espérance ci-dessous pondère ces configurations.

Quatre scénarios datés

#	Scénario	Fenêtre	Central	Prob.	Déclencheurs / signaux
S1	**Cession >30 % → OPA obligatoire sur 100 %** à un prix reflétant la valeur de contrôle (6–7x EBITDA cash)	T4 2026 – S1 2027	**7,80 €**	**30 %**	Annonce d'exclusivité post-offres fermes ; déclarations de franchissement AMF ; fuite Reuters/Bloomberg sur le prix
S2	**Cession structurée sans OPA** (acquéreur ≤30 % ou bloc scindé) — overhang levé, re-rating partiel mais pas de prime de contrôle versée aux minoritaires	T4 2026 – S1 2027	**6,20 €**	**25 %**	Montage à 29,9 % ; entrée d'un ancre industriel ; communiqué SMCP sur une cession partielle
S3	**Le processus s'éternise** (écart de prix vendeurs/acheteurs, nouveau contentieux) ; le standalone délivre (EBIT ~10 % S2, FCF 50 M€) mais l'overhang persiste	2026 – 2027	**4,60 €**	**30 %**	Silence prolongé après septembre 2026 ; retrait de candidats ; nouvelle procédure de Ruyi/Xinbo
S4	**Adverse** : échec du processus + dégradation opérationnelle (France ne se normalise pas, guidance manquée) ou bloc bradé sous le cours fixant une OPA décotée	2026 – 2027	**3,50 €**	**15 %**	S1 manqué le 28 juillet ; avertissement sur la marge ; cession du bloc <5 €

Espérance pondérée ≈ 5,80 € (+12 %) sur un cours de 5,20 €. La lecture honnête : la revalorisation « facile » (annonce du processus) est derrière — le titre a repris ~40 % depuis novembre. Reste à capturer la prime de contrôle (S1 : +50 %), contre un retour à ~4,60 € si le processus cale et ~3,50 € en adverse. Rapport gain/perte ~1,5:1 pondéré : taille de position modérée, renforcement sur repli plutôt qu'achat de momentum. Probabilités et cibles sont des jugements à challenger.

Catalyseurs datés

- **28 juillet 2026 — résultats S1 2026** : première vérification de la trajectoire vers ~10 % de marge EBIT au S2 et de la normalisation française promise « dès le T2 ». Un S1 solide durcit le prix demandé par les vendeurs ; un S1 manqué frappe deux fois (fondamentaux + pouvoir de négociation).
- **Septembre 2026 — cible d'issue du processus de cession** (offres indicatives attendues mi-mai selon Reuters ; « plusieurs mois » selon SMCP). Tout communiqué GLAS/SMCP, déclaration de franchissement de seuil AMF ou fuite de presse sur une exclusivité est le vrai déclencheur de la thèse.
- **22 octobre 2026 — CA T3** : confirmation (ou non) de la normalisation France et de la dynamique Amérique/EMEA.
- **En continu** : décisions résiduelles des juridictions (Luxembourg — liquidation ETS), communications du curateur et des receivers AlixPartners, actualité Shandong Ruyi/Xinbo.

Risques — ce qui invaliderait la thèse

- **Risque de prix, pas de déclenchement** : la cession aura très probablement lieu, mais rien ne garantit qu'elle cristallise une prime. Un bloc cédé à ou sous le cours (créanciers pressés, unique offre de PE opportuniste) plafonnerait le titre, voire fixerait une référence OPA décotée (cf. encadré p. 3).
- **France (34 % du CA)** : –13 % au T1 2026 ; si la « normalisation dès T2 » ne vient pas (consommation atone depuis septembre 2025), la guidance S2 devient difficile et S4 monte en probabilité.
- **FX et géopolitique** : –2,4 pts d'impact FX au T1 ; Moyen-Orient surveillé (livraisons été 2026 passées, mais tourisme/consommation exposés).
- **Risque d'exécution du processus** : quatre ans de faux départs depuis mars 2023 ; la complexité juridique résiduelle (liquidation luxembourgeoise, receivers, multiples juridictions) peut encore ralentir le calendrier de plusieurs trimestres.
- **Acquéreur non désiré** : un conglomérat chinois (Fosun, Septwolves) rejouerait le scénario Ruyi aux yeux du marché ; un PE à 29,9 % sans OPA laisserait les minoritaires sans prime ni liquidité additionnelle.
- **Small cap** : capi ~0,40 Md€, sensibilité élevée des cours aux flux ; le titre a déjà montré des variations quotidiennes de ±10 % sur simple newsflow.

Suivi de position

Signal	Action
S1 2026 (28/07) en ligne ou mieux, guidance confirmée	Conserver / renforcer sur repli <5 € ; la thèse standalone (S3 à 4,60 €) devient plancher plus solide
Annonce d'exclusivité ou franchissement de seuil >30 %	Conserver jusqu'aux termes de l'OPA ; ne pas vendre dans le premier spike sans connaître le prix du bloc
Cession structurée ≤30 % sans OPA	Réévaluer : prendre partiellement les profits vers 6–6,50 € selon l'identité de l'acquéreur
S1 manqué + silence sur le processus après septembre	Réduire ; la thèse dérive vers S3/S4 et le coût d'opportunité devient réel
Rumeur de cession du bloc sous 5 €	Alléger immédiatement — le mécanisme OPA se retourne contre les minoritaires

Sources & réserves

Sources principales : SMCP, communiqué résultats 2025 (26/02/2026, GlobeNewswire) · SMCP, CA T1 2026 (28/04/2026, GlobeNewswire) · SMCP, « Projet de cession d'actions » (27/11/2025, GlobeNewswire) · BFM Bourse/Tradingsat — historique de la saga GLAS/TopSoho, audience du 2 juillet, amendes AMF de 1,7 M€, cours temps réel 13/07/2026 (5,20 €) · L'Usine Nouvelle/Reuters — offres attendues mi-mai, vendeurs BlackRock/Carlyle · FashionNetwork — lancement du processus de vente, restitution forcée des 15,5 % · Modaes — mandat Lazard, cible septembre 2026 · Zonebourse/MarketScreener — consensus analystes (8,72 €, 5 achats) · Oddo BHF et TP ICAP Midcap cités par BFM Bourse (typologie d'acquéreurs, objectif 5,60 € de juin 2025, antérieur au lancement du processus).

Réserves méthodologiques : les probabilités et cibles des scénarios sont des jugements d'analyste, pas des données de marché ; le point mort créanciers (~8,7 €) est un calcul indicatif (250 M€ / ~28,8 M d'actions) qui ignore le prix d'acquisition réel des créances sur le marché secondaire — s'il est décoté, le prix de réserve effectif des vendeurs est plus bas ; les multiples de transaction 2013/2016 datent d'un cycle sectoriel plus favorable ; l'EBITDA cash (hors IFRS 16) est retenu par prudence, l'EBITDA IFRS 16 (231 M€) flatterait mécaniquement les multiples. Ce document est une analyse à visée informative, produite avec des sources publiques non auditées ; il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation personnalisée. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.