

16 mars 2010

Changement(s) d'opinion

NEXEYA - ACCUMULER VS ACHETER

Preview / RN S1 09/10 à paraître le 18 mars après Bourse. Accumuler vs Acheter

Commentaire(s)

ASSYSTEM - ACHETER

RN 2009 / En ligne avec la guidance relevée en février

GROUPE STERIA - ACHETER

RN 2009 / Légèrement supérieur à notre attente

NEXTRADIOTV - ALLEGER

RN 2009 + Réunion / Globalement en ligne. Le plan stratégique doit maintenant faire ses preuves

NORBERT DENTRESSANGLE - ACHETER

Réunion + Contact / Efficacité opérationnelle et effet d'aubaine fiscal. Objectif de cours relevé à 66,2 €

SECHE - ALLEGER

RN 2009 / Bonne performance pour Sèché mais pertes de HIME fortement alourdies – Prudence pour 2010

SECHILIENNE-SIDEC - ALLEGER

RN 2009 / Légèrement supérieur à nos attentes - Pas de guidance pour 2010

VILMORIN - ACCUMULER

Communiqué / Lancement effectif de l'augmentation de capital

VIRBAC - ACCUMULER

RN 2009 / Résultats en ligne

VM MATERIAUX - ACCUMULER

RN 2009 / Meilleur que prévu

GROUPE PROMEO - ACHETER

CA 2009 / Supérieur à notre attente

Valeurs favorites

Liste Midcaps (Capi. > 250 M€)	Cours au 15/03/10	Obj. (€)	Potent. hausse
Alten	20,74	25,2	21,7%
Bonduelle	83,69	104,0	24,3%
Cegedim	50,75	67,3	32,6%
Orpéa	30,95	50,0	61,6%
Pierre et Vacances	54,94	80,2	46,0%

Smallcaps (Capi. < 250 M€)	Cours au 15/03/10	Obj. (€)	Potent. hausse
CIS	54,87	74,6	36,0%
Devoteam	18,97	24,7	30,5%
DreamNex	37,41	43,0	14,9%
Fleury Michon	34,40	46,0	33,7%
Groupe Flo	4,14	5,8	39,9%
HighCo	7,52	9,5	26,3%
Infotel	48,00	58,0	20,9%
Maisons France Confort	29,00	35,1	21,2%
MGI Digital Graphic	8,10	9,4	15,5%

Derniers changements d'opinion

Date	Société	Précédente	Actuelle
12/3	EDF EN	Acheter	Accumuler
10/3	Inter Parfums	Accumuler	Acheter
8/3	Biomerieux	Alléger	Accumuler
3/3	Sperian Protection	Accumuler	Acheter
1/3	CggVeritas	Alléger	Accumuler
25/2	Ipsos	Accumuler	Acheter
25/2	Vilmorin	Acheter	Accumuler
25/2	Ipsen	Acheter	Accumuler
23/2	Orolia	Acheter	Accumuler
22/2	Saft	Alléger	Accumuler

Evènements Gilbert Dupont*

17/3	Mr. Bricolage	Déjeuner
17/3	Dreamnex	Paris
25/3	Stef-tfe	Déjeuner
26/3	Fleury Michon	Déjeuner
31/3	Samse	Petit déjeuner
7/4	Cybernetix	Petit déjeuner
4/5	Groupe Crit	Petit déjeuner
5/5	Manutan	Petit déjeuner
18/5	Santé	Forum
15/6	Midcaps	Forum

* Hors événements privatifs



Dernières publications

10/3	Groupe Flo	Restauration rapide des marges	Etude
9/3	Bionersis	Le véhicule boursier "carbone"	Etude
26/2	Lvl Medical	Poursuite d'une dynamique favorable	Note
11/2	Cegid	Prêt pour 2010	Note
11/2	Remy Cointreau	Pour jouer le moteur asiatique	Etude

Indices, changes et taux

Paris	Cours	Var. % 1 jour	Var. % 01/01/10
Cac 40	3890,91	-0,93	-1,15
Cac Mid100	6317,57	-0,52	3,66
Cac Small90	6301,81	0,20	6,91
Cac M&S190	6343,47	-0,44	4,00
SBF 120	2852,05	-0,88	-0,26
SBF 250	2784,36	-0,86	-0,18
Etats-Unis			
D. Jones	10642,15	0,16	2,05
Nasdaq	2362,21	-0,23	4,10
SP&500	1150,51	0,05	3,18
Devises			
Euro / \$	1,3652	-0,76	-4,85
Euro / Yen	123,50	0,29	2,91

Europe	Cours	Var. % 1 jour	Var. % 01/01/10
DJ Euro Stoxx 50	2870,53	-0,96	-3,18
Ftse SmallCap	2887,95	0,07	4,00
FtsEurofirst 300	1051,12	-0,74	0,51
Dax Midcap	7851,36	-0,95	4,59
Asie			
Nikkei	10751,98	0,01	1,95
Taux			
Eonia	0,34	0,00	-0,12
France 10 ans	3,45	-0,01	-0,16
US JJ	0,15	0,08	0,13
US 10 ans	3,70	-0,01	-0,14
Japon JJ	0,25	0,00	-0,60
Japon 10 ans	1,35	0,00	0,06

Mid&Small 190

Plus fortes hausses	Cours au 15/03/10	Var. 1 jour
Havas	3,33	5,5%
Kaufman Et Broad	16,90	4,1%
Samse	57,74	3,3%
IMS	11,00	3,3%
Etam	23,69	3,3%
Plastic Omnium	25,97	2,6%
Sopra	55,08	2,3%
Guerbet	92,00	2,3%
Groupe Steria	23,00	2,2%
Affine	18,06	2,1%

Plus fortes baisses	Cours au 15/03/10	Var. 1 jour
Chargeurs	3,70	-24,9%
Rhodia	14,53	-3,7%
SII	4,01	-3,4%
Altran Technologies	3,72	-3,1%
Groupe Crit	19,00	-2,9%
Synergie	17,30	-2,9%
Iliad	74,76	-2,7%
Bourbon	26,82	-2,5%
Parrot	10,80	-2,3%
Financiere de l'odet	224,02	-2,2%

Evènements Sociétés du Jour

Assystem	Réunion*
DreamNex	RN 2009 + Réunion*
Gascogne	Réunion
Groupe Steria	Réunion*
Mr Bricolage	RN 2009
Seche Environnement	Réunion*
Séchilienne-Sidéc	RN 2009 + Réunion*
Sogeclair	Réunion*
Stallergènes	RN 2009
Virbac	Réunion*
VM Matériaux	Réunion*

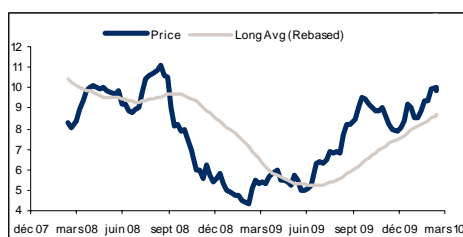
*GD présent

Les informations, estimations et commentaires présentés dans ce document sont établis à partir de sources que nous considérons comme fiables mais dont l'exactitude ne saurait être garantie. Ils reflètent notre opinion à la date de la parution et peuvent être modifiés sans avis préalable. Ces informations sont protégées juridiquement par les dispositions du code de la propriété intellectuelle. A ce titre, lesdites informations revêtent un caractère confidentiel et ne sauraient faire l'objet d'une utilisation ou d'une reproduction non autorisée au préalable. L'ensemble des avertissements est consultable sur notre site internet: www.gilbertdupont.fr en cliquant sur l'onglet "Mentions Légales" en bas à droite de la page d'accueil.

ASSYSTEM - Acheter

9,88 € au 15/03/10
 Objectif : 11,6 € (17,6%)

B/H 12M	4,91/10,00 €
Vol. 3M	18253 titres/jour
Nombre d'actions	20 601 527
Capi. boursière	204 M€
Flottant	97 M€
Marché	Euronext C
Secteur	SSII
Bloomberg	ASY FP
Isin	FR000074148
Indice(s)	CAC SMALL90



Actionnariat	Capital
Flottant	47,9%
Managers	30,4%
CDC	17,6%
Autocontrôle	2,9%
Salariés	1,2%

Ratios boursiers	12/09e	12/10e	12/11e	12/12e
PE	25,8	10,8	9,4	8,4
PEG	ns	0,1	0,7	0,7
P/CF	10,4	7,4	6,7	6,1
VE/CA	0,3	0,3	0,3	0,2
VE/ROC	9,2	5,5	4,6	3,9
VE/ROP	26,2	5,5	4,6	3,9
P/ANPA	1,1	1,0	0,9	0,9
Rendement	2,5%	4,3%	4,9%	5,5%

Données par action	12/09e	12/10e	12/11e	12/12e
BPA corrigé (€)	0,38	0,91	1,05	1,17
Var.	-64,0%	139,1%	14,4%	12,2%
CFPA (€)	0,95	1,33	1,48	1,62
FCFPA (€)	1,79	0,93	0,80	1,14
ANPA (€)	9,03	9,73	10,43	11,21
Dividende (€)	0,25	0,42	0,48	0,54

Cpte de résultat	12/09e	12/10e	12/11e	12/12e
CA (M€)	613,1	625,4	656,6	689,5
Var.	-8,8%	2,0%	5,0%	5,0%
ROC/CA (%)	3,6	5,6	6,0	6,3
ROP/CA (%)	1,3	5,6	6,0	6,3
ROP (M€)	7,8	34,8	39,4	43,7
RNPG publié (M€)	-0,9	21,8	24,9	28,0
Var.	ns	ns	14,4%	12,2%
Marge nette (%)	1,5	3,5	3,8	4,1

Struct. financ.	12/09e	12/10e	12/11e	12/12e
ROCE (%)	3,9	17,1	18,1	19,4
ROE (%)	7,2	15,1	15,5	15,6
CF (M€)	22,6	31,7	35,2	38,6
FCF (M€)	35,9	18,6	16,0	22,8
Det. fi. net (M€)	0,8	-12,9	-20,7	-34,1
FP (M€)	127,2	144,1	160,8	179,4
Gearing (%)	0,6	-8,9	-12,9	-19,0

Réunion à 8h30

Emmanuel Parot

Analyste financier

+33 (0) 1 40 22 41 38

emmanuel.parot@gilbertdupont.fr

RN 2009 / En ligne avec la guidance relevée en février
Forte hausse séquentielle de la MOC S2 09

Assystem a publié un ROC de 22,2 M€ en ligne avec notre estimation et la guidance relevée au mois de février (à 21 – 23 M€). Ce chiffre masque un net redressement de la MOC entre le S1 09 (1,1%) et le S2 09 (6,2%).

Cette appréciation séquentielle reflète la hausse du taux de facturation (87,2% au S2 09, +1 point), et surtout la baisse significative des charges indirectes (autour de -9%).

Comme prévu, Assystem comptabilise 14,4 M€ de charges exceptionnelles dont 4,3 M€ imputables à des restructurations en Italie (petite filiale en perte en raison de son exposition à l'automobile) et 10,3 M€ de dépréciation de GW pour la JV Silver Atena (en perte de 1,6 M€).

Le delta entre le RNPG publié et notre attente s'explique uniquement par le résultat financier et l'imposition.

Aussi, le groupe publie un endettement net de 0,8 M€ grâce à une excellente gestion du BFR. Cette structure financière saine permettra de relancer la politique de croissance externe (volonté de faire une acquisition significative au S2 2010 dans l'informatique embarquée).

(M€)	2008	2009	var.	Prév. GD
CA	672,1	613,1	-8,8%	Publié
ROC	45,0	22,2	-50,7%	21,7
MOC	6,7%	3,6%	-3,1 pts	3,5%
RNPG	25,8	-0,8	-103,1%	2,8
MN	3,8%	-0,1%	-3,9 pts	0,5%

Un levier opérationnel élevé en 2010

Le management évoque le retour d'une faible croissance organique en 2010 et une amélioration de sa MOC par rapport à 2009. Nous tablons sur une croissance organique de 2%. Rappelons les tendances évoquées lors de la publication du CA annuel :

➢ IPE-Facilities (44% du CA) : dynamisme de la filière nucléaire grâce aux chantiers EPR ;

➢ Aéronautique (26%) : vers une stabilité de l'activité ;

➢ Technologies/Automobile/Industrie : segment le plus challenging mais la demande repart dans l'automobile (7% du CA).

Les leviers opérationnels (nous visons une MOC 2010 de 5,6%, +200 pb) sont clairement identifiés : le retour de la croissance organique, la hausse du taux de facturation, et la prise en compte sur 12 mois de la baisse des charges indirectes réalisée l'année dernière.

Nous ajustons nos prévisions comme suit :

(M€)	2009		2010e		2011e	
	avant	après	avant	après	avant	après
CA	613,1	613,1	625,4	625,4	656,6	656,6
MOC	3,5%	3,6%	5,6%	5,6%	5,9%	6,0%
BPA (€)	0,40	0,38	0,91	0,91	1,03	1,05
BPA après/avant		-3,3%		0,9%		1,8%

Opinion Acheter réitérée avec un TP relevé à 11,6 € vs 10,8 €

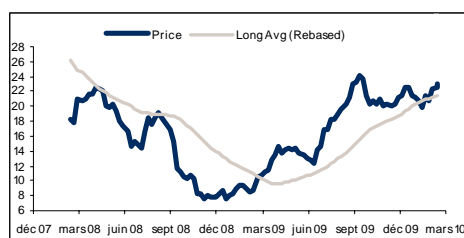
Nous avons relevé notre objectif de cours à 11,6 € vs 10,8 € après mise à jour de notre modèle. Notre TP découle d'une valorisation par les DCF (70%, 12 €) et les comparables boursiers (10,7 €). Notons que le titre affiche une décote de 32% par rapport à ses comparables boursiers.

Notre argumentaire d'investissement repose sur le positionnement fort du groupe dans le nucléaire (tendances très porteuses), du potentiel d'amélioration des marges (MOC normative de 7% dans notre DCF), et de la faible valorisation.

23,00 € au 15/03/10

Objectif : 26,6 € (15,4%)

B/H 12M	9,83/25,16 €
Vol. 3M	59403 titres/jour
Nombre d'actions	28 535 232
Capi. boursière	656 M€
Flottant	513 M€
Marché	Euronext B
Secteur	SSII
Bloomberg	RIA FP
Isin	FR0000072910
Indice(s)	CAC MID100, SBF 120



Actionnariat	Capital
Flottant	78,1%
Salariés	17,3%
Famille Carteron	4,3%
Autocontrôle	0,3%

Ratios boursiers	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
PE	11,0	11,0	9,6	8,9
PEG	15,5	ns	0,7	1,1
P/CF	6,7	8,3	7,5	6,8
VE/CA	0,5	0,5	0,4	0,4
VE/ROC	7,1	6,7	5,7	5,1
VE/ROP	9,2	7,4	6,2	5,3
P/ANPA	1,2	1,1	1,0	1,0
Rendement	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%

Données par action	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
BPA corrigé (€)	2,10	2,09	2,39	2,58
Var.	0,7%	-0,4%	14,4%	8,0%
FCFPA (€)	3,45	2,76	3,06	3,41
FCFPA (€)	3,08	2,01	2,37	2,33
ANPA (€)	19,40	20,54	21,99	23,72
Dividende (€)	0,12	0,12	0,14	0,15

Cpte de résultat	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
CA (M€)	1630,0	1643,0	1692,3	1743,1
Var.	-7,7%	0,8%	3,0%	3,0%
ROC/CA (%)	7,3	7,3	7,9	8,1
ROP/CA (%)	5,6	6,6	7,2	7,7
ROP (M€)	92,0	109,0	122,2	135,1
RNPG publié (M€)	48,2	59,0	68,8	78,4
Var.	-6,6%	22,4%	16,7%	13,9%
Marge nette (%)	4,2	4,2	4,7	4,9

Struct. financ.	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
ROCE (%)	7,2	8,6	9,6	10,5
ROE (%)	10,9	10,3	11,0	11,0
CF (M€)	112,7	90,2	99,9	111,2
FCF (M€)	88,0	57,4	67,7	66,5
Det. fi. net (M€)	187,0	152,0	105,0	60,5
FP (M€)	633,2	670,6	717,8	774,2
Gearing (%)	29,5	22,7	14,6	7,8

Réunion à 11h30

Emmanuel Parot

Analyste financier

+33 (0) 1 40 22 41 38

emmanuel.parot@gilbertdupont.fr

RN 2009 / Légèrement supérieur à notre attente
RNPG supérieur de 6,4% à notre attente

Steria publie un RNPG 2009 de 48,2 M€ supérieur de 6,4% à notre attente. Nous retenons de ces résultats annuels :

- le recul de 3,1% à pcc de l'activité, soit une performance en ligne avec le marché ;
- la bonne résistance de la MOC à 7,3% en recul de seulement 40 pb grâce au marché UK (MOC stable à 11,3% grâce aux synergies Xansa et au modèle offshore) et à la France (MOC quasi stable à 6,4%) ;
- des charges de restructurations (20,2 M€) en ligne avec notre attente ;
- une réduction plus significative que prévu de la dette nette à 187 M€ grâce à la poursuite de l'amélioration du BFR (1,4% du CA) ;
- le maintien du dividende par action à 0,12 €.

(M€)	2008	2009	Var.	Prév. GD
CA	1765,7	1630,0	-7,7%	Publié
ROC	135,5	118,9	-12,3%	117,20
MOC	7,7%	7,3%	-0,4 point	7,2%
RNPG	51,6	48,2	-6,6%	45,3
MN	2,9%	3,0%	+0,1 pt	2,8%

Pas de guidances 2010 chiffrées à ce stade

Concernant 2010, le management ne donne pas de guidances chiffrées compte tenu du manque de visibilité. Le groupe évoque un environnement incertain mais souligne en même temps des signes encourageants. Nous espérons des guidances plus précises à l'issue de la réunion de ce matin.

Notre scénario actuel repose sur une légère surperformance du marché. Sur la base d'un marché européen des services informatiques qui pourrait évoluer autour de 0% en 2010 nous escomptons une croissance organique de 0,7% en 2010 et une stabilisation de la marge à 7,3%.

La dynamique commerciale de la France liée à l'instauration d'une nouvelle organisation devrait permettre de contrebalancer les risques inhérents au marché UK (élections en 2010 + contexte économique perturbé).

Nous ajustons nos estimations comme suit :

(M€)	2009		2010e		2011e	
	avant	après	avant	après	avant	après
CA	1614,4	1630,0	1630,5	1643,0	1679,5	1692,3
MOC	6,9%	7,3%	7,2%	7,3%	7,8%	7,9%
BPA (€)	1,84	2,10	1,97	2,09	2,27	2,39
BPA après / avant		14,0%		6,1%		5,1%

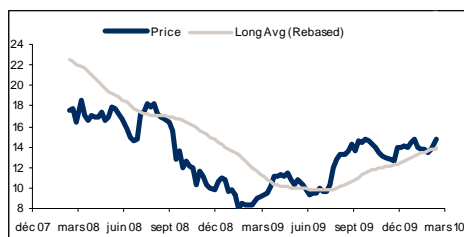
Opinion Acheter réitérée avec un TP relevé à 26,6 € vs. 25,5 €

A la suite de l'ajustement en hausse de nos prévisions et de la mise à jour de notre modèle, nous relevons notre objectif de cours à 26,6 € vs. à 25,2 €. Ce TP repose sur une valorisation par les DCF (26,6 €, pondération 70%, wacc de 9,2%, MOC normative de 8%, taux de croissance à l'infini de 1,5%) et les comparables boursiers (26,5 €, échantillon composé d'un panier de SSII européennes). Le titre se traite avec une décote de 15% sur ses comparables boursiers.

NEXTRADIOTV - Alléger
14,70 € au 15/03/10

Objectif : 14,5 € (-1,4%)

B/H 12M	8,37/14,94 €
Vol. 3M	4410 titres/jour
Nombre d'actions	16 679 124
Capi. boursière	245 M€
Flottant	94 M€
Marché	Euronext B
Secteur	Com. / Medias
Bloomberg	NXTV FP
Isin	FR0010240994
Indice(s)	SBF 250, CAC M&S 190



Actionnariat	Capital
Flottant	38,3%
Alain Weill & WMC	36,3%
Alpha Radio BV	22,0%
Dirigeants et salariés	2,0%
Auto-contrôle	1,0%

Ratios boursiers	12/08	12/09	12/10e	12/11e
PE	237,9	111,4	22,2	13,6
PEG	ns	1,0	0,1	0,2
P/CF	55,5	ns	16,3	11,1
VE/CA	2,4	2,2	2,0	1,7
VE/ROC	33,3	76,6	14,6	9,0
VE/ROP	32,9	ns	14,6	9,0
P/ANPA	2,1	2,2	2,0	1,8
Rendement	0,0%	1,4%	1,4%	1,4%

Données par action	12/08	12/09	12/10e	12/11e
BPA corrigé (€)	0,06	0,13	0,66	1,08
Var.	-35,3%	113,5%	403,0%	63,0%
CFPA (€)	0,26	-0,15	0,90	1,32
FCFPA (€)	0,53	0,06	0,55	1,15
ANPA (€)	7,04	6,71	7,17	8,05
Dividende (€)	0,00	0,20	0,20	0,20

Cpte de résultat	12/08	12/09	12/10e	12/11e
CA (M€)	120,7	122,7	135,5	148,0
Var.	14,9%	1,6%	10,4%	9,3%
ROC/CA (%)	7,2	2,9	13,4	18,9
ROP/CA (%)	7,3	-3,7	13,4	18,9
ROP (M€)	8,8	-4,5	18,2	28,0
RNPG publié (M€)	0,9	-6,0	11,1	18,0
Var.	ns	ns	ns	63,0%
Marge nette (%)	0,8	1,8	8,2	12,2

Struct. financ.	12/08	12/09	12/10e	12/11e
ROCE (%)	3,3	-2,3	8,5	13,0
ROE (%)	0,9	2,0	9,3	13,4
CF (M€)	3,7	-2,5	15,1	22,0
FCF (M€)	7,4	0,9	9,2	19,1
Det. fi. net (M€)	45,7	30,7	21,1	7,1
FP (M€)	99,9	111,9	119,6	134,3
Gearing (%)	45,7	27,4	17,6	5,3

15/04/10 : CA T1

Jean-Baptiste Sergeant

Analyste financier

+33 (0) 1 40 22 24 68

jean-baptiste.sergeant@gilbertdupont.fr

RN 2009 + Réunion / Globalement en ligne. Le plan stratégique doit maintenant faire ses preuves
Une perte nette de 6 M€

Les résultats annuels sont globalement en ligne avec nos attentes :

- ROC de 3,6 M€ (GD : 2,9 M€), avec une MOP Radios de 29% (27% en réintégrant les charges de RMC Sports vs 26% attendu par GD) et des pertes opérationnelles de -9,6 M€ pour la TV (GD : -9,4 M€) et de -2,7 M€ pour Groupe 01 (GD : -3,0 M€).
- RNPG de -6,0 M€ (GD : -5,7 M€), compte tenu notamment d'une charge de restructuration de 6,6 M€ sur Groupe 01.

Malgré cette perte, le groupe proposera à son AG de verser le premier dividende depuis sa création, de 0,2 € par action (rendement de 1,4%), soit un montant de 3,3 M€.

La dette nette fin 2009 ressort à 30,7 M€, inférieure à celle de juin 2009 (45,1 M€), du fait de l'augmentation de capital de 20 M€ réalisée en septembre dernier. La structure financière est donc satisfaisante, avec un gearing de 27%.

(M€)	2008	2009	var.	Prév. GD
CA	120,7	122,7	1,7%	déjà publié
Radios	57,1	59,1	3,5%	-
TV	15,6	25,1	60,9%	-
Groupe 01	45,6	36,4	-20,2%	-
Divers	2,4	2,1	-12,5%	-
ROC	8,7	3,6	-58,6%	2,9
% CA	7,2%	2,9%	-4,3 pts	2,4%
Radios	17,1	17,1	0,0%	15,3
TV	-12,2	-9,6	ns	-9,4
Groupe 01	3,2	-2,7	ns	-3,0
Divers	0,6	-1,2	ns	0,0
RNPG	0,9	-6,0	ns	-5,7

Un plan stratégique ambitieux mais qui doit faire ses preuves

Lors de la réunion de présentation, le management a détaillé sa stratégie à venir :

- faire profiter RMC de l'ouverture du marché des paris en ligne (accord signé avec le PMU) ;
- lancer une version TV de la radio BFM (qui sera rebaptisée BFM Business) sur le câble, le satellite et l'ADSL, à compter du 15 novembre prochain (le coût, estimé à 2 M€, devrait être couvert par des partenariats) ;
- diffuser BFM TV en HD à partir d'avril prochain, ce qui représentera un investissement de l'ordre de 4 M€ en 2010 (vs 1 M€ en 2009). Compte tenu de l'amortissement prévisionnel (proche de 1 M€), le ROP est donc attendu légèrement négatif cette année (l'équilibre étant en revanche attendu au niveau de l'EBITA) ;
- développer Groupe 01 dans le téléchargement payant et l'affiliation auprès des sites de e-commerce.

Bien qu'elle nous semble convaincante, cette stratégie ne nous amène pas pour l'instant à modifier nos prévisions 2010 (croissance du CA de 7,5% pour les Radios, de 40% pour la TV et de -3% pour Groupe 01), qui sont confortées par les indications données sur le T1 2010 : croissance proche de 10% pour les Radios, proche de 50% pour la TV et négative pour Groupe 01 (perte du contrat Yahoo qui avait généré 1 M€ de CA au T1 2009).

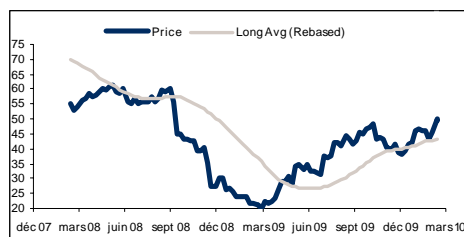
Opinion Alléger confirmée, avec un TP maintenu à 14,5 € obtenu par somme des parties.

NORBERT DENTRESSANGLE - Acheter
49,69 € au 15/03/10

Objectif : 66,2 € (33,2%)

Réunion + Contact / Efficacité opérationnelle et effet d'aubaine fiscal. Objectif de cours relevé à 66,2 €

B/H 12M	19,62/50,11 €
Vol. 3M	2026 titres/jour
Nombre d'actions	9 836 241
Capi. boursière	489 M€
Flottant	145 M€
Marché	Euronext B
Secteur	Transport et Logistique
Bloomberg	GND FP
Isin	FR0000052870
Indice(s)	CAC MID100


Dynamisme commercial et capacité d'adaptation

Fort de la notoriété de sa marque, garante d'une qualité de service mais aussi de la pérennité de l'entreprise, le groupe a traversé la crise sans perte de contrat, la baisse du CA (-12,5%) reflétant la diminution d'activité chez ses clients, surtout chez les industriels, mais également la baisse du prix moyen du carburant (-1,7%).

Dans ce contexte difficile, le groupe s'est fortement mobilisé sur le contrôle de ses charges d'exploitation et sur l'adaptation de ses moyens au niveau d'activité. Au total, face à une perte de CA de 390 M€, il a réalisé 190 M€ d'économies de coûts directs (dont 100 M€ pour le seul carburant) auxquelles se sont ajoutées 190 M€ d'économies de coûts de structure (2/3 en frais de personnel, 1/3 en frais généraux). L'EBITDA s'est ainsi établi à 189,5 M€ contre 196 M€ en 2008, faisant ressortir une marge de 7% en progression de 66 bp.

La branche Transport (55% du CA) a été affectée par l'atonie des secteurs chimie-pétrochimie, BTP et emballages, par la faiblesse des exportations France/UK, pénalisées par la parité monétaire, et par une pression tarifaire à partir du 2nd semestre. Le dynamisme commercial (15% de nouveaux contrats, 97% de taux de renouvellement des contrats d'organisation de transport), l'ajustement des moyens (baisse de 14% du parc de véhicules et de l'appel à la sous-traitance), et la réduction de 10% des coûts de structure, ont toutefois permis d'atténuer l'impact de la baisse des volumes. En dépit d'un CA en recul de 15%, le ROC s'est établi à 39,5 M€, en croissance de 9%, soit une marge de 2,7% (+60 pb).

La branche Logistique, beaucoup plus internationale (58% du CA hors de France vs. 32% pour le transport), a subi une baisse plus modérée de l'activité en raison d'un effet d'inertie (les surfaces d'entrepôts s'ajustent moins facilement que les parcs de véhicules) mais aussi de la bonne tenue des activités de logistique du froid (31% du CA logistique). La rentabilité de la branche a atteint un niveau conforme aux attentes de la société grâce à l'optimisation des moyens mais aussi à la progression notable de la rentabilité des périmètres ex-Christian Salvesen et à l'effet amortisseur des contrats « open book » au UK. Au total, pour un CA en recul de 10%, le ROC s'est établi à 48,7 M€, en croissance de 14%, faisant ressortir une marge de 3,9% (+80 pb).

Renforcement de la situation bilancielle ; effet d'aubaine fiscal

Grâce à un BFR bien géré (-4 M€ vs. -35 M€ en 2008) et à des investissements maîtrisés (80 M€ nets des cessions), la dette financière nette s'est établie à 445 M€ vs. 553 M€ en 2008 et fait ressortir un ratio de levage (dette nette/EBITDA) de 2,3x contre 2,8x en 2008 et un gearing de 111% vs. 178%. Par ailleurs, la réorganisation opérationnelle de Christian Salvesen a permis de dégager un produit d'impôt de +54 M€ en 2009. De plus, au cours des 3 prochains exercices, le groupe ne devrait pas payer d'impôt sur ses résultats en France.

Perspectives : faible visibilité sur 2010

Pour 2010, la société ne s'attend pas à un rebond marqué de l'activité. Pour notre part, nous tablons sur une croissance modérée du CA (+2%) et sur une nouvelle amélioration de la MOP, toutefois plus limitée qu'initialement prévu (+30 pb vs 60 pb avant) compte tenu notamment de l'augmentation (+4%) des minima syndicaux applicable à la profession. Notre objectif de cours, déterminé par DCF (Wacc 9,9%, marge normative 4%) et comparaisons boursières est relevé à 66,2 € vs. 56,3 € compte tenu du désendettement plus rapide que prévu et de la réappréciation boursière récente des comparables. Opinion Acheter confirmée.

Actionnariat	Capital
Financière ND	61,5%
Flottant	29,8%
Famille Dentressangle	5,5%
Autocontrôle	2,5%
Salariés	0,7%

Ratios boursiers	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
PE	5,7	8,9	7,2	5,9
PEG	0,0	ns	0,3	0,3
P/CF	2,2	3,2	2,9	2,6
VE/CA	0,3	0,3	0,3	0,3
VE/ROC	10,6	9,8	8,2	6,8
VE/ROP	12,2	10,3	8,6	7,0
P/ANPA	1,2	1,1	1,0	0,9
Rendement	1,8%	2,3%	2,9%	3,5%

Données par action	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
BPA corrigé (€)	8,73	5,59	6,88	8,37
Var.	172,6%	-36,0%	23,1%	21,6%
CFPA (€)	22,40	15,44	17,06	18,97
FCFPA (€)	13,86	2,78	4,00	5,38
ANPA (€)	40,67	45,13	50,61	57,29
Dividende (€)	0,90	1,15	1,42	1,72

Cpte de résultat	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
CA (M€)	2719,0	2773,4	2869,2	2989,2
Var.	-12,5%	2,0%	3,5%	4,2%
ROC/CA (%)	3,2	3,3	3,6	3,9
ROP/CA (%)	2,8	3,1	3,4	3,8
ROP (M€)	76,7	86,3	98,8	113,6
RNPG publié (M€)	85,7	54,9	67,5	82,1
Var.	102,1%	-36,0%	23,1%	21,6%
Marge nette (%)	1,4	1,7	2,0	2,3

Struct. financ.	12/09	12/10e	12/11e	12/12e
ROCE (%)	6,0	6,7	7,6	8,6
ROE (%)	9,7	10,8	11,7	12,4
CF (M€)	220,4	151,8	167,8	186,6
FCF (M€)	136,4	27,4	39,3	52,9
Det. fi. net (M€)	445,0	398,6	357,9	306,4
FP (M€)	400,0	443,9	497,8	563,5
Gearing (%)	111,3	89,8	71,9	54,4

CA T1 : 30/04/10

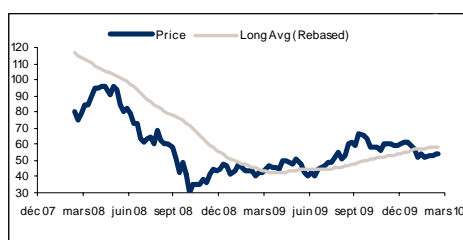
Annie Bonal

 Analyste financier
 +33 (0) 1 40 22 41 27
 annie.bonal@gilbertdupont.fr

SECHE - Alléger
54,41 € au 15/03/10

Objectif : 56,6 € (4,0%)

B/H 12M	39,00/68,42 €
Vol. 3M	6739 titres/jour
Nombre d'actions	8 634 870
Capi. boursière	470 M€
Flottant	171 M€
Marché	Euronext B
Secteur	Environnement
Bloomberg	SCHP FP
Isin	FR0000039109
Indice(s)	SBF 120, CAC Mid100



Actionnariat	Capital
Famille Séché	42,9%
Flottant	36,4%
FSI	20,0%
Autocontrôle	0,7%

Ratios boursiers	12/08	12/09	12/10e	12/11e
PE	14,8	18,9	15,5	14,4
PEG	ns	ns	0,7	2,0
P/CF	7,9	8,0	6,3	6,7
VE/CA	1,9	2,0	1,9	1,8
VE/ROC	11,4	11,5	10,9	10,4
VE/ROP	11,3	11,4	10,9	10,4
P/ANPA	1,3	1,3	1,2	1,2
Rendement	2,4%	2,4%	2,6%	2,8%

Données par action	12/08	12/09	12/10e	12/11e
BPA corrigé (€)	3,67	2,88	3,51	3,77
Var.	-2,4%	-21,6%	22,1%	7,2%
CFPA (€)	6,93	6,81	8,66	8,12
FCFPA (€)	0,42	2,73	4,90	2,73
ANPA (€)	40,81	41,54	43,76	46,13
Dividende (€)	1,30	1,30	1,40	1,50

Cpte de résultat	12/08	12/09	12/10e	12/11e
CA (M€)	383,2	365,7	371,2	385,3
Var.	2,5%	-4,6%	1,5%	3,8%
ROC/CA (%)	17,0	17,3	17,1	17,1
ROP/CA (%)	17,1	17,4	17,1	17,1
ROP (M€)	65,4	63,5	63,6	65,9
RNPG publié (M€)	31,7	24,9	30,3	32,5
Var.	35,0%	-21,6%	22,1%	7,2%
Marge nette (%)	8,3	6,8	8,2	8,4

Struct. financ.	12/08	12/09	12/10e	12/11e
ROCE (%)	6,9	6,8	6,9	7,0
ROE (%)	9,0	6,9	8,0	8,1
CF (M€)	59,8	58,8	74,8	70,1
FCF (M€)	3,6	23,6	42,3	23,6
Det. fi. net (M€)	269,9	256,7	225,5	214,8
FP (M€)	353,3	359,7	379,1	399,9
Gearing (%)	76,4	71,4	59,5	53,7

Réunion ce jour à 11h30

Françoise Delva

Analyste financier

+33 (0) 1 40 22 20 85

francoise.delva@gilbertdupont.fr

RN 2009 / Bonne performance pour Séché mais pertes de HIME fortement alourdies – Prudence pour 2010
Résultat des sociétés intégrées : + 18,9 % - RNPG : -21,5 %

M€	2008	2009	var n/n-1	Prév.GD
CA	383,2	365,7	-4,6%	
EBITDA	101,0	96,5	-4,4%	94,5
EBITDA/CA	26,4%	26,4%	0 pt	25,8%
ROC	65,1	63,4	-2,7%	62,0
ROC/CA	17,0%	17,3%	+0,3 pt	16,9%
Résultat financier	-5,1	2,5	n.s.	0,0
RN des sociétés intégrées	40,2	47,8	18,9%	41,5
marge nette	10,5%	13,1%	+2,6 pts	11,3%
MEQ	-8,7	-22,9	n.s.	-16,0
RNPG	31,7	24,9	-21,5%	25,2

Les résultats 2009 font ressortir des performances contrastées entre Séché et Hime.

Séché affiche en effet une marge d'EBITDA préservée et une MOC en amélioration (17,3% vs 17% en 2008) avec un ROC à 63,4 M€ au-delà des attentes et de la guidance (62 M€). Les efforts de rationalisation et des capex restreints ont permis de compenser en grande partie l'impact d'une baisse d'activité, quoique limitée (-4,6%) et un mix produit moins favorable. Séché a par ailleurs bénéficié de la baisse des taux sur sa charge financière et encaissé des profits financiers liés à l'OC sur HIME, dont une partie des intérêts capitalisés de l'OC (1,3 M€). Le résultat financier ressort supérieur à nos attentes. Autre élément positif non anticipé : la baisse du taux effectif d'imposition (27,6 % vs 33,2 % en 2008) lié notamment à des reports déficitaires des filiales étrangères.

Si Saur a extériorisé un EBITDA de 175,6 M€, proche de nos attentes (178 M€), marquant un quasi maintien de la marge, l'entité HIME consolidée par MEQ, a été pénalisée par : des charges de restructuration à hauteur de 20 M€ entraînant un recul du ROC de Saur, une baisse des produits financiers liée à la baisse des taux de l'ordre de 10 M€ et un recul des produits fiscaux de 11,7 M€. Le RNPG d'HIME ressort ainsi à -69,0 M€ vs -26,7 M€, sa contribution dans les comptes de Séché étant de -22,7 M€ (vs -16,0 M€ attendus et -8,7 M€ en 2008).

Le RNPG s'inscrit dans le bas de fourchette du consensus, proche de notre attente.

On notera que la dette nette du groupe recule de 270,0 M€ à 245,3 M€ grâce notamment à un bon niveau de cash flow et à des capex limités. Dividende maintenu.

Guidance 2010

Anticipant un exercice somme toute encore incertain quant à une reprise franche de l'activité, le management fait l'hypothèse d'une stabilité et de son CA et de son ROC. Capex : 35 M€

Nous avons ajusté notre prévision 2010, initialement légèrement plus optimiste (CA : +2,4% ; ROC: 64,1 M€) à cette guidance. La prévision d'un résultat financier positif mais en retrait (absence de versement de produits de capitalisation), d'un taux d'IS effectif relevé à 33% et une contribution de HIME maintenue à -13 M€, laissent inchangée notre estimation de RNPG.

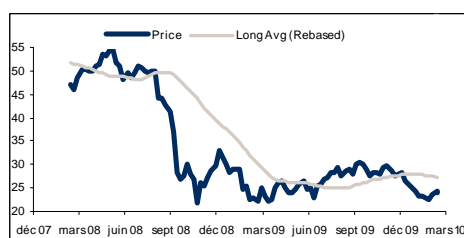
Opinion Alléger maintenue

Notre objectif de cours, moyenne d'un DCF (66,8 €) et de valorisation par comparables (46,4 €), ressort à 56,6 € (vs 55,7 €).

SECHILIENNE-SIDEC - Alléger
24,13 € au 15/03/10

Objectif : 24,7 € (2,4%)

B/H 12M	21,35/30,95 €
Vol. 3M	65424 titres/jour
Nombre d'actions	28 441 586
Capi. boursière	686 M€
Flottant	388 M€
Marché	Euronext B
Secteur	Environnement
Bloomberg	SECH FP
Isin	FR0000060402
Indice(s)	SBF 120, CAC MID100



Actionnariat	Capital
Flottant	56,5%
Financière Hélios	43,1%
Salariés	0,4%

Ratios boursiers	12/08	12/09e	12/10e	12/11e
PE	11,0	17,7	14,6	11,9
PEG	ns	ns	0,7	0,5
P/CF	7,4	9,7	8,3	6,7
VE/CA	3,8	5,0	5,1	5,1
VE/ROC	14,9	19,1	18,4	17,0
VE/ROP	11,9	15,7	15,9	14,8
P/ANPA	1,9	1,9	1,8	1,7
Rendement	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Données par action	12/08	12/09e	12/10e	12/11e
BPA corrigé (€)	2,19	1,36	1,65	2,03
Var.	-3,9%	-37,7%	21,1%	22,8%
CFPA (€)	3,26	2,48	2,91	3,62
FCFPA (€)	-0,74	-1,54	-5,43	-3,76
ANPA (€)	12,49	12,73	13,50	14,58
Dividende (€)	1,21	1,21	1,21	1,21

Cpte de résultat	12/08	12/09e	12/10e	12/11e
CA (M€)	304,5	244,6	280,0	302,9
Var.	32,5%	-19,7%	14,5%	8,2%
ROC/CA (%)	25,3	26,2	27,5	30,2
ROP/CA (%)	31,5	31,8	31,7	34,7
ROP (M€)	95,9	77,8	88,9	105,1
RNPG publié (M€)	61,0	38,7	46,9	57,6
Var.	-3,9%	-36,4%	21,1%	22,8%
Marge nette (%)	23,3	20,1	20,7	23,0

Struct. financ.	12/08	12/09e	12/10e	12/11e
ROCE (%)	9,7	7,0	6,4	6,6
ROE (%)	23,8	15,7	17,3	19,0
CF (M€)	90,6	70,5	82,7	103,1
FCF (M€)	-20,6	-43,8	-154,6	-106,9
Det. fi. net (M€)	459,8	538,2	728,7	868,5
FP (M€)	298,2	312,8	334,8	365,5
Gearing (%)	154,2	172,1	217,6	237,6

Réunion ce jour à 8h30

Françoise Delva

Analyste financier

+33 (0) 1 40 22 20 85

francoise.delva@gilbertdupont.fr

RN 2009 / Légèrement supérieur à nos attentes - Pas de guidance pour 2010
Marges opérationnelles préservées mais baisse de 33% du RNPG

M€	2008	2009	var n/n-1	Prev. GD
CA	304,5	244,6	-19,7%	
EBITDA	121,7	100,8	-17,2%	101,1
EBITDA/CA	40,0%	41,2%	+1,2 pt	41,3%
ROP	95,9	77,6	-19,1%	77,8
ROP/CA	31,5%	31,7%	+0,2 pt	31,8%
RNPG	61,0	40,8	-33,1%	38,7

Séchillienne-Sidéc présente des résultats 2009 marqués par :

- une baisse sensible de son CA (impact baisse du prix du charbon et arrêts des centrales).
- Une baisse de l'Ebitda et du ROC qui sont impactés par : la baisse des prix du charbon (-8,5 M€), les arrêts non programmés des centrales et charges exceptionnelles non récurrentes (-10,1 M€), le renforcement de la structure du management (2,1 M€) ainsi que des baisses au niveau des produits de défiscalisation (-1,8 M€) et des cessions liées aux ventes de panneaux (-3,1 M€) moins importantes en 2009 qu'en 2008.
- On notera une amélioration de l'EBITDA dans le solaire.
- Le résultat financier a profité en particulier de la baisse des taux et ressort à -16,7 M€ vs -19,6 M€. On notera par ailleurs une bonne maîtrise du BFR et des capex en baisse (75,6 M€ vs 119,7 M€).
- Le taux effectif d'Is est remonté à 22,7% (vs 12,6 % en 2008) compte tenu de l'absence en 2009 des augmentations de capital réalisées en 2008 dans le projet Caraïbes et ouvrant droit à déduction fiscale.

La dette nette est stabilisée à 459,9M€. Proposition d'un dividende en recul à 0,7 € vs 1,21 € en 2008.

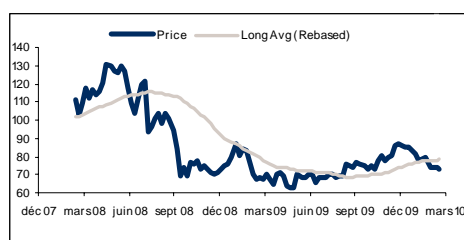
Pas de guidance 2010, des objectifs de déploiement à horizon 2012 revus en baisse

Dans leur communiqué, les dirigeants ne donnent pas, comme à leur habitude, de guidance chiffrée pour 2010. Ils communiquent sur le déploiement de leur parc : + 120 à 180 MW supplémentaire à horizon 2012, alors que les objectifs étaient auparavant plus ambitieux.

VILMORIN - Accumuler
73,11 € au 15/03/10

Objectif : 81,0 € (10,8%)

B/H 12M	59,50/88,40 €
Vol. 3M	11407 titres/jour
Nombre d'actions	13 391 857
Capi. boursière	979 M€
Flottant	280 M€
Marché	Euronext B
Secteur	Agro-alimentaire
Bloomberg	RIN FP
Isin	FR0000052516
Indice(s)	SBF 80, CAC MID100



Actionnariat	Capital
Limagrain	71,4%
Flottant	28,6%
Autocontrôle	0,1%

Ratios boursiers	06/09	06/10e	06/11e	06/12e
PE	18,5	14,5	14,0	13,1
PEG	ns	0,5	4,1	2,0
P/CF	6,4	6,9	6,7	6,4
VE/CA	1,4	1,3	1,2	1,2
VE/ROC	12,9	11,6	10,8	10,3
VE/ROP	12,6	12,0	10,8	10,3
P/ANPA	1,5	1,4	1,4	1,3
Rendement	2,4%	3,1%	3,2%	3,4%

Données par action	06/09	06/10e	06/11e	06/12e
BPA corrigé (€)	3,96	5,05	5,23	5,57
Var.	-12,8%	27,7%	3,4%	6,5%
CFPA (€)	11,34	10,65	10,91	11,39
FCFPA (€)	0,99	1,76	1,62	-0,23
ANPA (€)	47,60	50,89	53,86	57,09
Dividende (€)	1,77	2,26	2,34	2,49

Cpte de résultat	06/09	06/10e	06/11e	06/12e
CA (M€)	1001,7	1052,6	1096,2	1140,7
Var.	11,7%	5,1%	4,1%	4,1%
ROC/CA (%)	10,5	10,9	11,3	11,7
ROP/CA (%)	10,8	10,5	11,3	11,7
ROP (M€)	107,9	110,5	123,6	133,2
RNPG publié (M€)	53,0	67,7	70,0	74,6
Var.	19,6%	27,7%	3,4%	6,5%
Marge nette (%)	6,0	7,1	7,1	7,3

Struct. financ.	06/09	06/10e	06/11e	06/12e
ROCE (%)	7,2	7,2	7,7	7,7
ROE (%)	8,0	9,3	9,1	9,2
CF (M€)	151,9	142,6	146,1	152,6
FCF (M€)	13,2	23,5	21,7	-3,1
Det. fi. net (M€)	377,9	347,9	356,5	390,9
FP (M€)	753,8	805,3	853,0	904,6
Gearing (%)	50,1	43,2	41,8	43,2

03/05/10 (après Bourse) : CA 9 mois 09/10

Christine Ropert

Analyste financier

+33 (0) 1 40 22 41 99

christine.ropert@gilbertdupont.fr

Communiqué / Lancement effectif de l'augmentation de capital

Vilmorin confirme ce matin le lancement de son augmentation de capital de 200 M€ avec maintien du DPS, suivie à hauteur de 81,6% par son actionnaire majoritaire Limagrain (soutenu notamment par le FSI). Rappelons que cette opération a pour objectif d'accélérer la croissance du groupe par le renforcement de ses investissements de recherche et d'opérations de croissance externe.

Les principales modalités sont les suivantes :

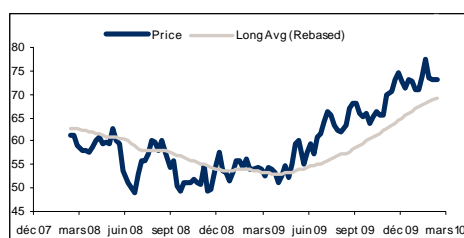
- un prix de souscription de 52,3 € (soit une décote de 28,5% sur le dernier cours coté et de 23,6% par rapport au cours ex-droit) avec une parité de 2 actions nouvelles pour 7 anciennes ;
- la création de 3 826 244 actions nouvelles, représentant 29% de titres additionnels par rapport au nombre de titres actuel ;
- chaque action recevra un DPS à la date du 16 mars (après Bourse) ;
- la valeur du DPS à la date du 15 mars est de 4,62 € ;
- la période de souscription débute le mercredi 17 mars et s'achèvera le mardi 30 mars après Bourse ;
- le règlement livraison des actions nouvelles est prévu le 15 avril 2010 ;
- l'engagement de Limagrain (à titre irréductible et réductible) couvre 81,6% de l'opération.

Cette opération qui devrait donner à Vilmorin davantage de moyens pour être plus offensif sur son marché, dans un environnement il est vrai fortement concurrentiel, devrait a contrario s'avérer plus dilutive que prévu (15% initialement estimé). Pour les actionnaires existants, nous conseillons de souscrire à cette augmentation de capital qui offre un prix d'exercice attractif.

VIRBAC - Accumuler
73,10 € au 15/03/10

Objectif : 80,0 € (9,4%)

B/H 12M	51,00/77,50 €
Vol. 3M	4310 titres/jour
Nombre d'actions	8 714 352
Capi. boursière	637 M€
Flottant	287 M€
Marché	Euronext B
Secteur	Pharmacie / Santé
Bloomberg	VIRP FP
Isin	FR0000031577
Indice(s)	CAC Small 90, SBF 250



Actionnariat	Capital
Groupe familial DICK	47,7%
Flottant	45,1%
Autocontrôle	1,2%
Employés + Autres	0,9%

Ratios boursiers	12/08	12/09e	12/10e	12/11e
PE	17,8	16,2	14,5	13,6
PEG	1,3	1,7	1,2	2,1
P/CF	12,2	11,9	10,7	10,1
VE/CA	1,6	1,5	1,4	1,3
VE/ROC	12,9	11,7	10,8	9,8
VE/ROP	12,9	11,7	10,8	9,8
P/ANPA	3,2	2,8	2,4	2,1
Rendement	1,6%	1,8%	1,9%	2,0%

Données par action	12/08	12/09e	12/10e	12/11e
BPA corrigé (€)	4,11	4,50	5,05	5,38
Var.	14,1%	9,6%	12,1%	6,5%
CFPA (€)	6,01	6,13	6,84	7,26
FCFPA (€)	2,49	3,65	4,01	4,63
ANPA (€)	23,07	26,38	30,13	34,06
Dividende (€)	1,20	1,32	1,39	1,48

Cpte de résultat	12/08	12/09e	12/10e	12/11e
CA (M€)	443,4	467,1	513,5	539,2
Var.	1,1%	5,4%	9,9%	5,0%
ROC/CA (%)	12,3	12,5	12,7	12,9
ROP/CA (%)	12,3	12,5	12,7	12,9
ROP (M€)	54,4	58,3	65,2	69,3
RNPG publié (M€)	35,4	38,8	43,5	46,3
Var.	14,1%	9,6%	12,1%	6,5%
Marge nette (%)	8,2	8,3	8,5	8,6

Struct. financ.	12/08	12/09e	12/10e	12/11e
ROCE (%)	12,6	13,2	12,3	12,8
ROE (%)	18,1	16,9	16,6	15,6
CF (M€)	51,8	52,8	58,9	62,5
FCF (M€)	21,7	31,8	35,0	40,4
Det. fi. net (M€)	66,9	45,0	67,0	38,8
FP (M€)	201,0	229,9	262,6	296,8
Gearing (%)	33,3	19,6	25,5	13,1

Réunion ce matin à 10h

Nicolas Montel

Analyste financier

+ 33 (0) 1 40 22 41 69

nicolas.montel@gilbertdupont.fr

RN 2009 / Résultats en ligne
Conforme à nos attentes

Sur un CA de 467,4 M€ (revu en hausse de 0,3 M€ depuis la publication du CA 09), Virbac a enregistré un ROC en hausse de 6,9% à 58,3 M€ (vs 57,9 M€ attendu par GD). La MOC du groupe ressort en hausse de 20 pbs à 12,5%, proche de notre attente de 12,4% et de la guidance de la société de 12,3%. Cette progression s'explique par la bonne évolution des ventes et par la maîtrise des frais opérationnels qui a permis d'absorber la hausse des investissements commerciaux et de R&D. Grâce à la baisse marquée des charges financières, le RNPG croît de 9,6% et s'établit à 38,8 M€ parfaitement en ligne avec notre prévision de 38,8 M€. Malgré l'augmentation sensible des investissements industriels, la société a réussi à faire baisser son endettement net de 66,9 M€ à 33,8 M€ grâce à la génération de cash de l'activité et à la bonne maîtrise de son BFR. La société prévoit de proposer à son AG un dividende de 1,32 € par action vs 1,20 € pour l'exercice 2008 (+10%).

en M€	2008	2009	Var.	Prév. GD	Var.
CA	443,4	467,4	5,4%	467,1	-
ROC	54,5	58,3	6,9%	57,9	6,2%
MOC	12,3%	12,5%	+ 0,2 pt	12,4%	+ 0,1 pt
ROP	54,4	58,3	7,1%	57,9	6,4%
MOP	12,3%	12,5%	+ 0,2 pt	12,4%	+ 0,1 pt
RNPG	35,41	38,8	9,6%	38,8	9,6%

Perspectives positives de croissance du CA et de la MOP

Virbac ne donne pas de guidances chiffrées pour l'exercice 2010 mais indique s'attendre à des perspectives positives de CA et de progression de la MOP. Nous maintenons à ce stade nos prévisions 2010 d'une croissance de 5% du CA à pcc et d'une nouvelle progression de la marge de 20 pbs à 12,7%.

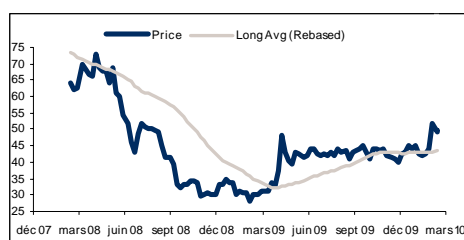
Opinion et objectif de cours maintenus

Nous maintenons notre opinion Accumuler et notre objectif de cours de 80,0 € calculé selon la méthode du DCF (WACC de 9,4%, MOC normative de 15% et taux de croissance à l'infini de 2,0%).

VM MATERIAUX - Accumuler
49,95 € au 15/03/10

Objectif : 49,4 € (-1,1%)

B/H 12M	30,01/52,60 €
Vol. 3M	887 titres/jour
Nombre d'actions	2 853 667
Capi. boursière	143 M€
Flottant	48 M€
Marché	Euronext C
Secteur	Distribution Spéc.
Bloomberg	VMMA FP
Isin	FR0000066540
Indice(s)	SBF 250, CAC Small90



Actionnariat	Capital
Familles Caillaud - Robin	60,0%
Flottant	33,7%
FCP Groupe VM	4,5%
Autocontrôle	1,8%

Ratios boursiers	12/08	12/09e	12/10e	12/11e
PE	7,5	13,0	12,0	9,5
PEG	ns	ns	1,5	0,4
P/CF	4,8	5,7	5,6	5,1
VE/CA	0,3	0,4	0,4	0,3
VE/ROC	6,5	11,4	10,2	8,2
VE/ROP	6,5	11,4	10,2	8,2
P/ANPA	1,4	1,3	1,2	1,1
Rendement	3,6%	2,7%	2,9%	3,7%

Données par action	12/08	12/09e	12/10e	12/11e
BPA corrigé (€)	6,64	3,85	4,15	5,27
Var.	-2,6%	-42,0%	7,8%	26,8%
CFPA (€)	10,47	8,72	8,98	9,77
FCFPA (€)	4,43	5,51	4,12	3,53
ANPA (€)	36,68	38,67	41,43	45,20
Dividende (€)	1,80	1,35	1,45	1,84

Cpte de résultat	12/08	12/09e	12/10e	12/11e
CA (M€)	656,1	609,4	619,4	641,1
Var.	10,0%	-7,1%	1,6%	3,5%
ROC/CA (%)	5,2	3,3	3,5	4,1
ROP/CA (%)	5,2	3,3	3,5	4,1
ROP (M€)	34,0	20,0	21,5	26,1
RNPG publié (M€)	19,0	11,0	11,9	15,0
Var.	-9,1%	-42,0%	7,8%	26,8%
Marge nette (%)	3,0	1,9	2,0	2,5

Struct. financ.	12/08	12/09e	12/10e	12/11e
ROCE (%)	11,8	6,6	7,0	8,3
ROE (%)	18,1	9,8	10,0	11,7
CF (M€)	29,9	24,9	25,6	27,9
FCF (M€)	17,0	15,6	11,6	9,9
Det. fi. net (M€)	79,9	84,5	76,9	71,3
FP (M€)	109,4	115,5	123,8	135,4
Gearing (%)	73,0	73,2	62,1	52,6

11/05/10 : CA T1 après Bourse

Denise Bouchet

Analyste financier

+33 (0) 1 40 22 41 13

denise.bouchet@gilbertdupont.fr

RN 2009 / Meilleur que prévu
De bons résultats 2009 compte tenu du contexte difficile

Sur un CA en repli de 7% à 609,4 M€, -13% à périmètre constant, le résultat opérationnel courant s'inscrit en baisse de 38% à 21 M€ et le RNPG de 29% à 13,4 M€. Ces chiffres sont supérieurs à nos estimations (20 M€ et 11 M€ respectivement).

(M€)	2008	2009	% var.	Prév. GD
CA	655,5	609,4	-7%	déjà publié
ROC	34,0	21,0	-38%	20,0
MOC	5,2%	3,4%	-1,8 pt	3,3%
RN à 100%	19,8	13,7	-31%	11,3
Marge nette	3,0%	2,2%	-0,8 pt	1,9%
BNPG	19,0	13,4	-29%	11,0

Ces résultats soulignent l'amélioration de la rentabilité opérationnelle du groupe au deuxième semestre (3,7%) par rappel au S1 (3,2%) en raison notamment du plein effet du plan d'adaptation à l'environnement économique. Il est à noter également que le résultat intègre un écart d'acquisition négatif de 1,5 M€ lié à Vendôme Menuiserie.

Le bilan affiche une amélioration avec un gearing de 66% vs 73% fin 2008 et notre prévision de 73%. Le groupe proposera à l'AG du 28 mai la distribution d'un dividende de 1,40 € (prév. GD : 1,35 €).

Stratégie prudente pour 2010

Compte tenu de perspectives 2010 encore incertaines, le groupe entend mener une politique de gestion prudente qui sera axée sur 1/ des investissements sélectifs, 2/ le développement sur des secteurs porteurs (éco-construction, Travaux Publics). Cette stratégie est illustrée par l'annonce récente de l'acquisition de la société LNTP à hauteur de 71% du capital. Cette société, spécialisée dans le négoce de matériaux à destination des TP a réalisé un CA de 12 M€ en 2009.

En attendant la réunion qui nous permettra d'affiner nos prévisions et notre objectif, nous gardons une opinion positive sur la valeur.

GRUPE PROMEO - ACHETER
22,63 € au 15/03/10

Objectif : 29,8 € (31,8%)

B/H 12M	6,88/28,20 €
Vol. 3M	760 titres/jour
Capi. Bours.	69 M€
Flottant	19%

	12/08	12/09e	12/10e	12/11e
CA (M€)	102,5	112,9	124,2	137,1
BNPG (M€)	5,5	4,4	5,4	6,3
ROP/CA	8,7%	13,0%	13,1%	13,0%
Marge nette	8,1%	6,3%	6,6%	6,7%
Gearing	143,4%	138,3%	125,9%	113,0%
BPA corrigé (€)	2,62	2,25	2,58	2,88
PE	8,6	10,1	8,8	7,9
VE/CA	1,40	1,27	1,15	1,03
Rendement	3,4%	1,1%	1,0%	1,0%

RN 2009 : 29/04/10

Emmanuel Parot

Analyste financier

+33 (0) 1 40 22 41 38

emmanuel.parot@gilbertdupont.fr

CA 2009 / Supérieur à notre attente

Proméo publie un CA 2009 courant de 122,1 M€, en croissance de 16,2%. Cette performance s'avère supérieure à notre attente (112,9 M€, +10%) et à la guidance (croissance de 10% du CA). Par pôle, le CA ressort à 88,9 M€ (+14,6%) dans la promotion, 0,9 M€ (vs. 2,1 M€ en 2008) dans la foncière suite à des cessions d'actifs, et 32,3 M€ dans l'HPA (+27,1%, chiffre déjà connu).

Cette bonne performance s'explique par le pôle promotion qui a bénéficié au S2 09 de la progression des signatures d'actes sur la fin de l'année et surtout (selon nous) de l'écoulement des stocks (phénomène constaté chez Nexity).

Dans son communiqué, le management réitère sa guidance d'une progression de la rentabilité annuelle en 2009. Nous escomptons une progression significative de la MOP à 13% vs. 8,7% en 2008 (potentiel de l'HPA).

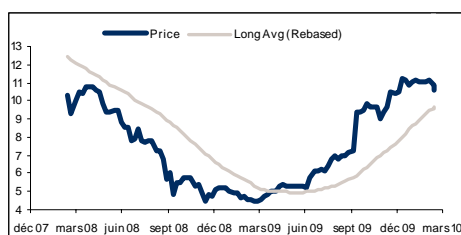
Opinion Acheter réitérée avec un objectif de cours de 29,8 € (somme des parties : promotion, foncière, HPA, CIAT). Au-delà du potentiel de hausse du titre, notre argumentaire d'investissement repose sur la stratégie pertinente, l'actionnariat solide, et la reprise des réservations dans la promotion.

Gilbert Dupont assure la liquidité du titre et opère en qualité de Liquidity Provider. Gilbert Dupont a un engagement de recherche sur la société.

NEXEYA - ACCUMULER vs Acheter
10,60 € au 15/03/10

Objectif : 11,7 € (10,5%)

B/H 12M	4,47/11,28 €
Vol. 3M	3087 titres/jour
Nombre d'actions	3 873 700
Capi. boursière	41 M€
Flottant	19 M€
Marché	Alternext
Secteur	Equipementiers
Bloomberg	ALEUR FP
Isin	FR0010414961
Indice(s)	Alternext All Share



Actionnariat	Capital
Flottant	46,0%
Dirigeants	41,6%
Financiers	12,0%
Autocontrôle	0,4%

Ratios boursiers	06/09	06/10e	06/11e	06/12e
PE	9,8	9,1	8,2	7,9
PEG	7,4	1,1	0,8	2,1
P/CF	6,6	6,5	6,0	5,7
VE/CA	0,5	0,4	0,4	0,3
VE/ROC	6,7	6,2	5,3	4,7
VE/ROP	6,7	6,2	5,3	4,7
P/ANPA	0,8	0,8	0,7	0,7
Rendement	2,0%	2,2%	2,4%	2,5%

Données par action	06/09	06/10e	06/11e	06/12e
BPA corrigé (€)	1,08	1,17	1,30	1,34
Var.	3,1%	7,9%	10,7%	3,7%
CFPA (€)	1,61	1,64	1,78	1,86
FCFPA (€)	2,55	1,56	1,55	1,66
ANPA (€)	13,04	14,00	15,03	16,09
Dividende (€)	0,22	0,23	0,26	0,27

Cpte de résultat	06/09	06/10e	06/11e	06/12e
CA (M€)	109,5	107,3	110,5	112,7
Var.	3,1%	-2,0%	2,9%	2,0%
ROC/CA (%)	6,7	6,9	7,2	7,2
ROP/CA (%)	6,7	6,9	7,2	7,2
ROP (M€)	7,4	7,4	8,0	8,1
RNPG publié (M€)	4,2	4,5	5,0	5,2
Var.	0,8%	7,9%	10,7%	3,7%
Marge nette (%)	3,8	4,2	4,5	4,6

Struct. financ.	06/09	06/10e	06/11e	06/12e
ROCE (%)	8,3	8,3	8,9	9,0
ROE (%)	8,3	8,4	8,6	8,3
CF (M€)	6,2	6,3	6,8	7,2
FCF (M€)	9,9	6,1	6,0	6,4
Det. fi. net (M€)	8,4	4,8	1,2	-2,7
FP (M€)	50,3	54,0	58,0	62,1
Gearing (%)	16,6	9,0	2,1	-4,4

06/05/2010 : CA T3 2009/10

P. Alexandre Pouzet

Analyste financier

+33 (0) 1 40 22 26 84

pierre-alexandre.pouzet@gilbertdupont.fr

Preview / RN S1 09/10 à paraître le 18 mars après Bourse. Accumuler vs Acheter
A retenir

Au cours du premier semestre, le pôle Produits a fortement tiré l'activité du groupe et devrait contribuer positivement à sa rentabilité. Ce pôle bénéficie d'une hausse de la taille des projets, d'un bon niveau d'activité en MCO, grâce notamment au secteur naval, et d'un meilleur positionnement en tant qu'équipementier électronique. Le pôle Services, en revanche, demeure affecté par un environnement dégradé et un effet de base défavorable. En effet, les effets de la crise se sont fait sentir plus tardivement (durant le S2 2008/09). Dans l'ensemble, nous attendons une légère progression de la MOC à 6,2%.

Dernier chiffre publié

CA S1 09/10 de 52,1 M€ (+1,9% et +6,8% à périmètre constant), en ligne avec notre attente de 52 M€.

Objectifs de la société

Nexeya n'a pas communiqué d'objectifs chiffrés.

Consensus FactSet (pas de consensus)
Prévisions GD

Sur le S1 2009/2010, nous anticipons une légère croissance de la marge opérationnelle, résultant de la bonne tendance du pôle Produits.

(M€)	S1 08/09	S1 09/10	var.
CA	51,1	52,1	1,9%
ROC	2,8	3,2	15,4%
MOC	5,5%	6,2%	+0,7 pt
RNPG	1,7	2,1	25,4%
MN	3,3%	4,0%	+0,7 pt

Cependant, au vu d'une conjoncture plus détériorée que prévu sur le début de l'année 2010, nous préférons rester prudents et revoir en baisse nos prévisions. Nous tablons désormais sur un recul plus important de l'activité et des marges au cours du S2 2009/10. Notre scénario intègre désormais les hypothèses suivantes : progression du CA Produits de 5% en 2009/2010 à 71,3 M€ (vs +8% avant) et baisse du CA Services de 13% à 36 M€ (vs -10% avant). Nous attendons dès lors une dégradation mécanique de la rentabilité de l'ensemble :

(M€)	2009/2010e		2010/2011e		2011/2012e	
	avant	après	avant	après	avant	après
CA	111,6	107,3	114,8	110,5	117,1	112,7
var. avant/après		-4%		-4%		-4%
ROC	8,5	7,4	9,1	8,0	9,3	8,1
var. avant/après		-13%		-13%		-13%
MOC	7,7%	6,9%	8,0%	7,2%	8,0%	7,2%
var. avant/après		-0,7 pt		-0,7 pt		-0,8 pt
RNPG	5,2	4,5	5,8	5,0	6,0	5,2
var. avant/après		-14%		-13%		-14%
BPA	1,36	1,17	1,49	1,30	1,56	1,34
var. avant/après		-14%		-13%		-14%

Opinion Accumuler vs Acheter. Objectif de 11,7 € vs 13,2 €

Suite à l'ajustement de nos prévisions, notre objectif de cours ressort à 11,7 € vs 13,2 € précédemment. Il découle d'une valorisation par DCF (11,7 € ; wacc de 11,1%, marge normative de 7,2%, taux de croissance à l'infini de 1,5%) et par comparables boursiers (11,7 €).