

Poujoulat

Matériaux de construction / France

Document généré le 28/08/2012



Feu de tout bois

Achat	Potentiel de hausse : 34,1 %
Objectif de cours (6 mois)	176
Cours	131 €
Capitalisation boursière M€	65,2
Momentum de cours	DÉFAVORABLE
Extrêmes 12 mois	112 ▶ 154



Analyste
Gaetan Dupont
buildingmaterials@alphavalue.eu

@ www.alphavalue.com
+33 (0) 1 70 61 10 50
sales@alphavalue.eu

Chiffres Clés	12/10A	12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
PER ajusté (x)	5,18	7,35	8,76	7,39	6,57
Rendement net (%)	2,92	2,20	2,06	2,37	2,63
VE/EBITDA(R) (x)	3,96	6,08	6,46	5,98	5,44
BPA ajusté (€)	17,9	16,7	14,9	17,7	19,9
Croissance des BPA (%)	8,54	-6,80	-10,3	18,7	12,4
Dividende net (€)	2,70	2,70	2,70	3,10	3,45
Chiffre d'affaires (k€)	151 522	175 548	189 050	204 500	219 500
Marge nette (%)	5,82	4,57	4,33	4,24	4,44
Résultat net publié, pdg (k€)	8 737	8 144	7 309	8 673	9 750
ROE (après impôts) (%)	15,8	12,9	10,5	11,4	11,7
Taux d'endettement (%)	39,2	52,1	69,2	71,0	65,2

Dernière mise à jour des prévisions le 27/08/2012

Méthodes	Valeurs (€)	Potentiel	Poids
DCF	253	93 %	35 %
Somme des parties	146	11 %	20 %
VE/Ebitda	Comparables	138	5 % 20 %
P/E	Comparables	167	27 % 10 %
Rendement	Comparables	62,6	-52 % 10 %
Cours/Actif net comptable	Comparables	150	15 % 5 %
Objectif de cours	176	34 %	100 %

Conflits d'intérêts

Contrat de liquidité	NON
Activité de placement sur les marchés (actions/obligations)	NON
Intérêt personnel de l'analyste	NON
Conseil auprès de l'émetteur (stratégie, marketing, dette, ...)	NON
Recherche financée par l'émetteur	OUI
Rencontres investisseurs payées par l'émetteur	NON
Lien entre AlphaValue et une entité bancaire	NON
Activité de négociation sur titre chez AlphaValue	NON

► Mises à jour

27/08/2012 **Guidance maintenue (bas de fourchette) malgré un T2 moins porteur**

Publication Res./CA

Actualité

Au T2 12, Poujoulat a publié un CA en baisse de 0,5%, après +14,5% au T1, soit un S1 en hausse de 7,5%.

Analyse

Cette forte décélération du CA s'explique principalement par la confirmation du ralentissement du marché de la construction et par des élections présidentielles françaises qui ont quelque peu paralysé l'activité économique du pays, notamment dans le domaine des investissements immobiliers.

Par ailleurs, le nombre de jours ouvrés au T2 12 était inférieur à celui du T2 11.

Au T2, la division « Bois et énergies renouvelables » a poursuivi sa croissance, parvenant à contrebalancer la décroissance sensible du CA de Poujoulat SA (-7.5%).

Du point de vue géographique, les pays étrangers ont su, contrairement au T1 12, tirer leur épingle du jeu (+25,3% au T2 12, contre -4% pour la France).

Les investissements importants engagés en 2011 - près de €24m, soit plus de 13% du CA - sont désormais opérationnels et l'usine de bois bûche BF36 (150 000 stères de capacité annuelle) continue de monter en puissance, accompagnant ainsi le développement des marques Woodstock et Crépito.

Le niveau de marge s'est à peu près maintenu malgré une pression croissante sur les prix et une hausse des amortissements et des charges liées aux nouveaux investissements. Pour autant, le résultat du S1 12 sera inférieur à celui du S1 11, sachant que l'essentiel des profits est de toute façon traditionnellement généré au S2.

En termes de guidance, l'activité de juillet fut dynamique dans tous les secteurs d'activité et les carnets de commande se situent à des niveaux comparables à ceux de 2011, ce qui pousse le management à anticiper une poursuite de la croissance du CA à un rythme supérieur à 5 % sur les deux prochains trimestres de l'année.

Impact

Ces chiffres sont en ligne avec nos attentes.

Poujoulat (Achat)

Matériaux de construction / France



► Objectif de cours & Opinion

Nécessite 3 mois de suivi minimum

► Activités et tendances

Activités et tendances

Poujoulat est le premier fabricant européen de systèmes d'évacuation de fumée pour les habitations individuelles/collectives (65% du CA), l'industrie (20% du CA) et les collectivités (15% du CA). Le Groupe est présent sur les segments du neuf comme de la rénovation, avec un positionnement haut de gamme, et ce auprès de tous types de clients, notamment les distributeurs spécialisés (70% du CA) et les constructeurs/installateurs (15%).

En termes de produits, le groupe niortais réalise 44% de son CA dans les conduits isolés, 18% dans les conduits simple paroi et flexibles, 15% dans les sorties de toit, 13% dans l'énergie et 10% dans les cheminées industrielles.

En France, où Poujoulat réalise plus de 85% de son activité (les cheminées sont des produits volumineux dont le transport coûte très cher), les ventes de cheminées ont connu au début des années 2000 un essor considérable, le marché enregistrant une croissance de près de 95% entre 2002 et 2006, stimulé par la conjonction de facteurs favorables. Parmi ces incitateurs, la mise en place d'un crédit d'impôt sur l'acquisition d'appareils de chauffage domestique au bois (de 40% en 2005, il est monté jusqu'à 50% en 2006, avant de régulièrement diminuer depuis, pour atteindre 15% en 2012), le dynamisme du marché de l'entretien du logement, dopé par une TVA sur les travaux d'amélioration et de transformation réduite à 5,5% (remontée à 7% en 2012), la hausse du prix des énergies fossiles utilisées pour le chauffage domestique (fioul et gaz) et la généralisation de la prise de conscience écologique qui explique la sollicitude des pouvoirs publics à l'égard des producteurs d'énergies renouvelables (NB : les énergies renouvelables ne représentaient que 18% de la consommation mondiale d'énergie en 2011, dont 11% pour le seul bois de chauffage, 4% pour l'hydroélectricité et 1,5% pour la biomasse/énergie solaire).

Entre 2007 et 2009, période marquée par de nouvelles réglementations thermiques et une baisse des incitations fiscales, le marché de la cheminée en France a évolué vers des produits plus techniques. C'est le moment qu'à choisit par Poujoulat pour se diversifier dans les énergies renouvelables - principalement dans les combustibles bois, première énergie renouvelable des bâtiments - au point de devenir un leader sur le marché du « bois énergie » (granulés de bois, bûches densifiées et bois de chauffage).

On estime aujourd'hui que 40 millions de stères de bois sont consommés chaque année en France, sachant que 6 millions de familles françaises utilisent le bois comme source d'énergie. A noter que la première usine de bûches « premium » de Poujoulat située dans l'Indre (Bois Factory 36) offre une capacité annuelle de 150 000 stères. Elle sera rapidement complétée par deux autres usines, une dans la Loire (Bois Factory 42) et une dans la Haute-Saône (Bois Factory 70), afin d'atteindre une capacité totale de 350 000 stères d'ici fin 2013.

Créée en 1950, et initialement spécialisée dans la tôlerie industrielle, Poujoulat s'est à partir des années 60 tournée vers la fabrication de tuyaux à poêle, puis vers les conduits d'évacuation de fumée au moment de sa reprise en 1975 par Yves Coirier (actuel président du Conseil de Surveillance). En 1988, la société s'introduit en Bourse. Au début des années 90, la société s'engage dans un processus de croissance externe en France (rachat de Tôlerie Forézienne et de Westaflex Bâtiment) et à l'international, notamment en Belgique (Poujoulat BeLux) et au Royaume-Uni (Poujoulat UK). En 2001, Poujoulat rachète la société Beirens. Entre 2002 et 2006, Poujoulat affiche une croissance de son CA à deux chiffres dans le sillage d'un environnement porteur. L'année 2007 est marquée par une nouvelle étape de diversification opérationnelle avec la création d'Euro Energies (négoce de combustibles bois), qui constitue un vrai tournant dans l'évolution du Groupe. Deux ans plus tard, la société allemande LIVE GmbH (fabrication et négoce de conduits métalliques) est rachetée. Entre 2011 et 2012, Poujoulat lance successivement Bois Factory 36, Bois Factory 70, Solaires-Energies (commercialisation de systèmes photovoltaïques) et Bois Factory 42, confirmant sa volonté d'intensifier sa présence dans le secteur des énergies renouvelables.

D'un point de vue plus opérationnel, malgré un marché difficile en 2009 et un contexte marqué par le prolongement de la crise des dettes souveraines européennes, l'instabilité du coût des matières premières et des températures particulièrement douces, le Groupe a su retrouver un rythme de croissance à 2 chiffres (+10,8% en 2010 et +15,9% en 2011), notamment grâce à la montée en puissance de la division « Bois et énergies renouvelables », en hausse de 30% sur le dernier exercice. Une division qui compte désormais pour près de 8% du CA.

La guidance pour 2012 consiste en une croissance annuelle du CA de l'ordre de 5% et 10%, le ralentissement sensible de la construction et des marchés publics devant être plus que compensé par les effets positifs sur l'activité de Poujoulat des prix élevés des énergies fossiles et de la mise en œuvre de nouvelles réglementations thermiques. A l'horizon 2013-2014, une part significative de la croissance du CA devrait provenir des activités « Bois et énergies renouvelables », suite aux investissements majeurs dans ce domaine dans les années 2010 à 2014. A noter également que Poujoulat est en cours d'implantation en Chine avec pour objectif d'y être opérationnel d'ici 2014, ce marché représentant près de la moitié du marché de la cheminée industrielle.

► Activités et tendances

Chiffre d'affaires par division

Secteur	12/11A	12/12E	12/13E	12/14E	Chgt 12E/11		Chgt 13E/12E		1. Démarrage de l'activité de la société Solaires-Energies
					k€	% du total	k€	% du total	
Fabrication et négoce de con...	200 508	206 112	215 748	226 085	5 604	42 %	9 636	62 %	
Bois et énergie solaire	13 432	22 166	31 186	40 608	8 734	65 %	9 020	58 %	
Other	-38 392	-39 228 ⁽¹⁾	-42 434	-47 193	-836	-6 %	-3 206	-21 %	
Total sales	175 548	189 050	204 500	219 500	13 502	100 %	15 450	100 %	

Principales expositions

	Revenus	Coûts	Fonds propres
Dollar	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Emerging currencies	0,5 %	0,5 %	0,0 %

Géographie du chiffre d'affaires

France	86,5 %
Belgique	3,7 %
Royaume-uni	2,6 %
Europe	5,7 %
Other	1,5 %

Nous identifions les expositions aux thématiques macro économiques (quelle est la part du chiffre d'affaires exposée au Dollar par ex.) plutôt que les sensibilités (quel est l'impact d'une variation de 5pc du Dollar sur le résultat net par ex.). Les expositions du chiffre d'affaires sont simples à comprendre. Celles qui concernent les coûts sont plus difficiles à identifier. C'est encore plus complexe en termes de fonds propres. L'évaluation se fait en prenant par défaut la position d'un investisseur en action jugeant de son patrimoine en Euro. Certains cas de figure sont délicats à démonter tel qu'un investisseur de la zone Euro achetant une valeur suisse cotant en CHF mais avec des comptes en Dollar...

► Mécanismes de profit

Mécanismes de profit

Historiquement, la société mère Poujoulat SA représente environ 70% du résultat net, avec des marges nettes comprises entre 4,25% et 5,50%.

Le second plus gros contributeur aux résultats du Groupe est la filiale Tôlerie Forézienne (fabrication de conduits métalliques rigides pour le marché français), qui affiche des marges parmi les plus élevées du Groupe - Tôlerie Forézienne et Poujoulat BeLux étant les deux seules filiales affichant des marges de près de 10% - suivie de près par Westaflex Bâtiment (fabrication de conduits métalliques flexibles pour le marché français), dont les marges, bien plus modestes, se situent autour de 4%.

Les activités « Bois et énergies renouvelables » sont aujourd'hui en pertes car les amortissements sont très lourds et les ouvertures d'usines progressives, l'activité ne tournant donc pas encore à plein régime. Cette activité consiste essentiellement à traiter et à commercialiser exclusivement à des professionnels qui revendent à des particuliers (réseaux professionnels) - sous les marques « Woodstock » et « Crépito » - du bois énergie à haute performance destinés à l'alimentation d'appareils de chauffage au bois. Cela commence par une sélection rigoureuse du bois auprès de fournisseurs, s'en suit un séchage et une préparation de celui-ci. Les produits sont ensuite emballés ou expédiés en vrac, sachant que les capacités de production et de stockage sont dimensionnées pour garantir une disponibilité de ces combustibles toute l'année. Ces produits font l'objet d'un suivi « qualité » permanent au laboratoire CERIC, laboratoire de référence dans la combustion du bois énergie. Depuis fin 2011, Euro Energies dispose de 3 sites de production de bois de chauffage à haute performance : BF36 dans l'Indre, BF42 dans la Loire et BF70 en Haute-Saône. Cette activité « Bois et énergie renouvelables », promise à une montée en puissance dans les 3 années à venir (selon le management elle devrait à cette échéance représenter environ 25% de l'activité), a affiché en 2011 sa plus lourde perte (724k€ suite au premier exercice complet de Bois Factory 36 qui s'est soldé par une perte de 575k€, dont 2/3 d'amortissements). La concrétisation des ambitions du management concernant cette activité étant un élément déterminant de la valorisation du Groupe, nous avons choisi d'adopter une attitude plutôt conservatrice en tablant sur un résultat net de €1,5m en 2014, ce qui représenterait 14% du RN du Groupe.

Globalement, les marges nettes du Groupe Poujoulat se sont avérées relativement résilientes tout au long de la crise, passant de 4,9% en 2007 à 5,9% en moyenne sur 2009 et 2010. L'année 2011 a par contre vu ses marges baisser assez sensiblement en raison de la flambée du cours des matières premières - la principale matière première utilisée est l'acier inoxydable, qui représente environ 50% du coût des marchandises vendues - mais aussi et surtout de l'augmentation des investissements - €23,5m en 2011, contre €8,5m en 2010 et €4,5m en 2009 - et d'importants investissements commerciaux.

A terme, et pour tirer pleinement profit du potentiel de croissance du marché, les acteurs du secteur devront poursuivre leurs efforts avec notamment pour objectif de préparer l'après crédit-impôt (31/12/2015), qui fut à l'origine du boom des ventes du milieu de la décennie précédente. Les deux défis majeurs seront ainsi le maintien de la rentabilité pour soutenir l'innovation (le prix des matières premières métalliques et énergétiques augmentant, cela contraint les fabricants de cheminées à répercuter ces hausses sur leurs prix de vente, ce qui pèse d'autant sur les volumes des ventes), mais aussi de garantir la cohérence de la filière, la distribution des cheminées étant très atomisée en France, constituant de fait le maillon faible de la chaîne de valeur des fabricants (la prédominance des points de vente multimarques nuit à la diffusion des marques pour lesquelles l'identité a tendance à devenir un avantage concurrentiel prépondérant).

RESULTAT NET par division

	12/11A	12/12E	12/13E	12/14E	Chgt 12E/11		Chgt 13E/12E	
					k€	% du total	k€	% du total
Fabrication et négoce de conduits et cheminées métalliques	8 904	8 123	8 506	9 165	-781	-446 %	383	79 %
Bois et énergie solaire	-724	132	521	975	856	489 %	389	80 %
Other/cancellations	-161	-61,4 ⁽¹⁾	-347	-390	100	57 %	-286	-59 %
Total	8 019	8 194	8 680	9 750	175	100 %	486	100 %

1. Démarrage de l'activité de la société Solaires-Energies

Marge de RESULTAT NET par division

	12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Fabrication et négoce de conduits et cheminées ...	4,44 %	3,94 %	3,94 %	4,05 %

Poujoulat (Achat)

Matériaux de construction / France

► Mécanismes de profit

Bois et énergie solaire	-5,39 %	0,60 %	1,67 %	2,40 %
Total	4,57 %	4,33 %	4,24 %	4,44 %

► Dette

Dette

Poujoulat affiche environ €55m de dette nette mais il est important de noter que seule la moitié de celle-ci constitue de la dette réelle, dans la mesure où environ €30m servent à payer comptant les fournisseurs contre escompte (choix tactique du management, sachant que le taux d'escompte est 7x plus élevé que le coût de l'argent à CT, ce qui permet à Poujoulat de réaliser des produits financiers presque équivalents au coût total de sa dette). Ainsi le Groupe Poujoulat n'a presque pas de dettes fournisseurs (environ €10m).

L'année 2011 a marqué une étape importante dans le développement de Poujoulat. En effet, les investissements industriels, qui s'élevaient à environ 8% du CA en moyenne sur les 5 années précédentes, ont bondi à près de 14% du CA (€24m), et devraient être encore soutenus en 2012 (près de 10% du CA), notamment pour assurer la montée en puissance de l'activité « Bois et énergies renouvelables », qui représentaient déjà plus de la moitié des investissements en 2011. Le programme d'investissements, dont les 3 orientations principales sont l'efficacité énergétique, les énergies renouvelables et l'exportation (pénétration du marché chinois), devrait s'alléger d'ici fin 2014.

Parallèlement, le BFR a également sensiblement augmenté depuis 2010, notamment en raison de l'augmentation du poste « stocks (60% de cette augmentation est imputable aux matières premières et aux combustibles) », mais aussi du poste « créances clients », sur fond d'augmentation du délai moyen de paiements et de délais d'approvisionnement relativement longs.

La conjugaison de ces deux éléments - investissements élevés et hausse du BFR - explique la hausse des ratios d'endettement de 2011, à plus de 50% pour le gearing (contre moins de 40% en 2010), mais surtout à plus de 2,5x pour le ratio DN/EBITDA (contre 1,3x en 2010, la légère baisse de l'EBITDA en 2011 accentuant encore un peu l'effet). Les dividendes n'étant plus couverts par les FCF, et le programme d'investissements n'étant pas achevé, la société a décidé d'interrompre sa politique de croissance ininterrompue des dividendes, et ce en dépit d'un payout particulièrement faible (historiquement autour de 15%).

Pour autant, l'endettement brut - réparti de manière équilibrée entre les dettes à CT et les dettes à LT - demeure à des niveaux raisonnables. La couverture des frais financiers par l'EBITDA est ainsi supérieure à 10x. Il convient aussi de préciser que la maturité moyenne de cette dette brute est de l'ordre de 4,5 années, ce qui est une maturité relativement courte pour une entreprise industrielle.

Le Groupe travaille avec des sources de financement diversifiées. Poujoulat disposait au 31/12/2011 de €38m de lignes de crédits à CT utilisables.

Financement et liquidité

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
EBITDA	k€	17 597	18 824	20 828	22 514
Cash flow des opérations	k€	13 529	14 979	16 317	17 494
Fonds propres	k€	66 757	72 780	79 736	87 545
Dette brute	k€	60 746	70 246	73 246	76 246
dont échéance moins d'un an	k€	29 593 ⁽²⁾	34 221 ⁽²⁾	35 682 ⁽²⁾	37 144 ⁽²⁾
dont échéance entre 1 et 5 ans	k€	25 774	29 805	31 078	32 351
dont échéance à plus de 5 ans	k€	5 379	6 220	6 486	6 752
+ Trésorerie brute	k€	15 186	15 097	15 200	20 179
= Dette nette / (trésorerie)	k€	45 560	55 149	58 046	56 067
Autres financements	k€	60 746	70 246	73 246	76 246
Autorisations de découvert non tirées	k€	38 000			
Ratio d'endettement	%	52,1	69,2	71,0	65,2
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	2,59	2,93	2,79	2,49
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	3,60	3,85	3,63	3,50
<i>Couverture des frais financiers (x)</i>	x	37,2	45,9	56,3	68,2
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	29,7	27,2	28,1	31,2
<i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	1,19	0,20	0,38	0,64
<i>FCF/Dette CT</i>	x	-0,60	-0,24	-0,04	0,09

2. La politique de dette < 1 an élevée relève d'un choix du management dans le contexte actuel de taux très bas (paiement comptant des fournisseurs, contre escompte).

► Dette

► Valorisation

Valorisation

En raison de l'absence de véritables comparables pour les activités de Poujoulat, les pairs utilisés dans notre valorisation par la méthode des comparables sont issus de secteurs très disparates comme : Construction & Matériaux de Construction, Distribution Non Alimentaire, Biens d'équipement,...

Notre modèle DCF est basé sur une croissance moyenne du CA de 3% et de l'EBITDA de 5,5%, de sorte que la marge d'EBITDA devrait atteindre 14% à l'horizon 2022, soit légèrement au-dessus de celles de 2008, ce qui nous semble conservateur compte tenu des futures marges élevées de l'activité « Bois et énergies renouvelables ». Par ailleurs, les CAPEX, actuellement très élevés devraient se réduire progressivement dans les années à venir (pic d'investissements en 2011), de même que la fréquence des acquisitions.

Pour notre valorisation par la Somme des Parties, nous valorisons les deux activités en utilisant un ratio de capitalisation des bénéfices (PE) de 10x pour l'activité "Cheminées et produits associés" et un prix de €16m pour la division "Bois et énergies renouvelables" qui correspond au prix sur lequel s'est fait l'augmentation de capital. A fin fin juin 2012, un ensemble de pairs cotés composés de sociétés comme Centrotec (12,1x), Rougier (11,6x), Somfy (7,2x), Cogra (25,2x), Moulinvest (79x) ou encore Sika (20,4x) se traite sur des niveaux de capitalisation des bénéfices (PE) sensiblement plus élevés. Ces ratios s'appliqueront sur le résultat moyen des années 2012 à 2014 pour l'activité « Cheminées » et sur un résultat de l'année 2014 conservateur pour l'activité « Bois et énergie renouvelables ».

Valorisation

Méthodes		Valeurs (€)	Potentiel	Poids
DCF		253	93 %	35 %
Somme des parties		146	11 %	20 %
VE/Ebitda	Comparables	138	5 %	20 %
P/E	Comparables	167	27 %	10 %
Rendement	Comparables	62,6	-52 %	10 %
Cours/Actif net comptable	Comparables	150	15 %	5 %
Objectif de cours		176	34 %	

Valorisation basée sur les comparables

Calculé sur 18 mois de prévisions	P/E (x)	VE/Ebitda (x)	Cours/Actif net comptable (x)	Rendement (%)
Ratios des pairs	10,0	6,31	0,95	4,70
Ratios Poujoulat	7,87	6,15	0,83	2,25
Prime	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Cours objectifs (€)	167	138	150	62,6
Saint-Gobain	9,08	6,27	0,85	4,44
Legrand	13,8	7,91	2,17	3,79
UPM-Kymmene	9,53	5,73	0,61	7,25
Imerys	8,80	5,44	1,11	4,21

► DCF

DCF par action

Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	7,78	Dettes (trésorerie) nette moyenne	k€	56 598
Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11	k€	49 623	Provisions	k€	2 310
Free cash flow de l'année 11	k€	16 257	Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00
Taux de croissance à l'infini "g"	%	2,00	Immobilisations financières (juste valeur)	k€	0,00
Valeur terminale	k€	281 499	Intérêts minoritaires (juste valeur)	k€	0,00
Valeur actuelle de la valeur terminale	k€	133 134	Valeur des fonds propres	k€	123 849
en % de la valeur totale	%	72,8	Nombre d'actions	Th	489
Valeur totale actuelle	k€	182 757	DCF par action	€	253

Evaluer le coût du capital

Taux sans risque synthétique	%	4,00	Spread de crédit	bp	150
Prime de risque normative	%	5,00	Coût marginal de la dette	%	5,50
Taux d'impôt normalisé	%	30,0	Bêta de la société (endettée)	x	1,40
Échéance moyenne de la dette	Année	5	Ratio d'endettement à valeur de marché	%	86,1
Bêta sectoriel	x	0,89	Dettes/VE	%	46,3
Bêta de la dette	x	0,30	Taux de rentabilité exigé par les actionnaires	%	11,0
Capitalisation boursière	k€	64 059	Coût de la dette	%	3,85
Dettes nettes (trésorerie) à valeur comptable	k€	55 149	Coût des fonds propres desendettés	%	8,45
Dettes nettes (trésorerie) à valeur de marché (Est.)	k€	52 899	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	7,78

Calcul du DCF

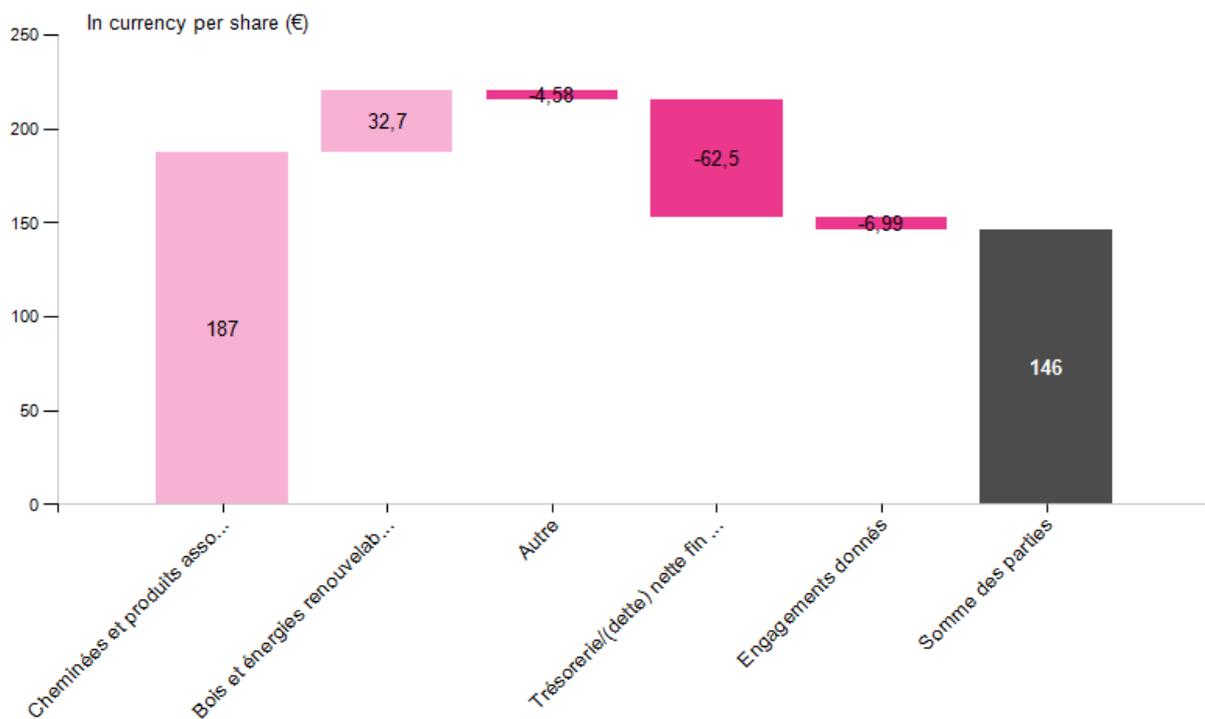
		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E	Croissance	12/15E	12/22E
Chiffres d'affaires	k€	175 548	189 050	204 500	219 500	4,50 %	229 378	312 151
EBITDA	k€	17 597	18 824	20 828	22 514	5,50 %	23 752	34 552
Marge d'EBITDA	%	10,0	9,96	10,2	10,3		10,4	11,1
Variation du BFR	k€	-7 932	-4 484	-5 131	-4 982	2,00 %	-5 082	-5 837
Cash flow d'exploitation total	k€	9 723	14 340	15 697	17 532		18 671	28 715
Impôts sur les sociétés	k€	-4 032	-3 600	-4 275	-4 802	2,00 %	-4 898	-5 626
Bouclier fiscal	k€	-99,9	-99,0	-101	-96,3	0,00 %	-96,3	-96,3
Investissements matériels	k€	-23 278	-18 750	-12 750	-9 000	-3,00 %	-8 730	-7 054
Investissements matériels/CA	%	-13,3	-9,92	-6,23	-4,10		-3,81	-2,26
Cash flows libres avant coût du financement	k€	-17 687	-8 109	-1 429	3 634		4 946	15 938
Divers ajustements (incl R&D, etc.) pour les besoins...	k€							
Free cash flow ajustés	k€	-17 687	-8 109	-1 429	3 634		4 946	15 938
Free cash flow actualisés	k€	-17 687	-8 109	-1 326	3 128		3 951	7 538
Capitaux investis	€	117	132	142	148		143	116

► Actif net

Somme des parties

	% détenu	Technique d'évaluation	Multiple utilisé	Participation à 100% (k€)	Valorisation participation (k€)	En devise par action (€)	% des actifs bruts
Cheminées et produit...	100 %	PE	10,0	91 500	91 500	187	86,9 %
Bois et énergies reno...	100 %	Adj. historical price		16 000	16 000	32,7	15,2 %
Autre					-2 240	-4,58	-2,13 %
Actif brut					105 260	215	100 %
Trésorerie/(dette) nette fin d'année					-30 586 ⁽¹⁾	-62,5	-29,1 %
Engagements donnés					-3 418 ⁽²⁾	-6,99	-3,25 %
Engagements reçus							
Somme des parties					71 257	146	67,7 %
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)					489		
Somme des parties par action (€)						146	
Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)						10,1	

1. Dette nette de la maison mère Poujoulat SA
2. Provisions et intérêts minoritaires



► A Savoir

A Savoir

- Le Groupe est présent dans environ 30 pays au travers de 16 sociétés et est actuellement en cours d'implantation en Chine, qui constitue un marché à très fort potentiel industriel.
- Le nominal du titre Poujoulat sera divisé par 4 (d'où une multiplication mécanique du nombre total d'actions par 4) au cours du T4 12. Traditionnellement, ce genre d'opérations permet de faciliter l'acquisition de titres par de petits actionnaires et augmente la liquidité d'un titre.
- Le Groupe Poujoulat est à la pointe du développement internet avec 20 sites web à son actif. Le site poujoulat.fr est d'ailleurs l'un des plus visités du bâtiment avec 2 millions de visites recensées en 2011.
- Poujoulat est propriétaire de tous ses actifs et son bilan ne contient quasiment aucun goodwill et autres immobilisations incorporelles.
- Dans un esprit d'économie et d'écologie, 70% des bâtiments du Groupe sont chauffés grâce aux chutes de bois de Bois Factory 36, sachant par ailleurs que Poujoulat a engagé un remplacement de la majeure partie de ses éclairages qui devrait permettre de diviser par deux la consommation d'éclairage du Groupe.
- Les produits Poujoulat sont éco-conçus et recyclables à plus de 95%.

Actionnaires

Nom	% détenu	Dont droits de votes	Dont flottant
Holding d'animation contrôlée par la famille Coirier	42,5 %	47,2 %	42,5 %
Famille Coirier	32,0 %	36,0 %	32,0 %
Flottant			100 %

Comptes

Compte d'exploitation consolidé

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Chiffre d'affaires	k€	175 548	189 050	204 500	219 500
<i>Croissance du CA</i>	%	15,9	7,69	8,17	7,33
<i>CA par employé</i>	k€	129	135	141	146
Achats et coûts externes (incl. IT)	k€	-103 880	-112 467	-123 074	-132 734
Coûts de personnel	k€	-51 050	-54 492	-57 205	-60 662
Loyers de location opérationnelle	k€				
Coût des ventes (indicatif)	k€				
EBITDA	k€	17 597	18 824	20 828	22 514
<i>Marge d'EBITDA(R)</i>	%	10,0	9,96	10,2	10,3
<i>EBITDA(R) par employé</i>	k€	13,0	13,4	14,4	15,0
Dotations aux amortissements	k€	-5 607	-7 985	-7 958	-8 081
<i>Dotations aux amortissements/CA</i>	%	3,19	4,22	3,89	3,68
Dépréciations	k€				
Dotations aux provisions	k€	-434	-460	-480	-510
Reprises de provision	k€	835	860	900	950
Résultat opérationnel courant	k€	12 391	11 239	13 290	14 873
<i>Marge opérationnelle courante</i>	%	7,06	5,94	6,50	6,78
Autres revenus/dépenses (cash)	k€	0,00	0,00	-7,00	0,00
Autres rev./dép. (non cash; incl. réévaluat° d'actifs)	k€				
Résultat des JV	k€				
Dépréciation des survaleurs	k€				
Résultat d'exploitation (EBIT)	k€	12 391	11 239	13 283	14 873
Charges financières	k€	-1 308	-1 221	-1 229	-1 229
<i>dont effectivement décaissé</i>	k€	-94,0			
Produits financiers	k€	1 214	891	894	908
Autres produits (charges) financiers	k€	-239	0,00	0,00	0,00
Résultat financier net	k€	-333	-330	-335	-321
<i>dont services des engagements de retraites</i>	k€		-85,0	-98,9	-103
Profits avant impôts et exceptionnels	k€	12 058	10 909	12 948	14 552
Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>dont composante cash</i>	k€				
Impôt courant	k€	-4 032	-3 600	-4 275 ⁽³⁾	-4 802 ⁽³⁾
Déficits fiscaux reportables	k€				
Impôts différés	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôts sur les sociétés	k€	-4 032	-3 600	-4 275	-4 802
<i>Taux d'imposition</i>	%	33,4	33,0	33,0	33,0
<i>Marge nette</i>	%	4,57	3,87	4,24	4,44
Mises en équivalence	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendes reçus des mises en équivalences</i>	k€				
Intérêts minoritaires	k€	118	0,00	0,00	0,00
<i>dividendes versés aux minoritaires</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat des activités destinées à être cédées	k€				
Résultat net publié, pdg	k€	8 144	7 309	8 673	9 750
Dépréciation des survaleurs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres ajustements	k€				
Résultat net ajusté, pdg	k€	8 144	7 309	8 673	9 750
Economie d'intérêts	k€				
Résultat corrigé et dilué	k€	8 144	7 309	8 673	9 750
NOPAT	k€	8 674	7 927	9 372	10 483

3. Le taux d'impôt pourrait passer de 33% à 28% d'ici 2013 (réforme éventuelle).

Comptes

Clefs de valorisation

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
PER ajusté	x	7,35	8,76	7,39	6,57
PER publié	x	7,35	8,76	7,39	6,57
VE/EBITDA(R)	x	6,08	6,46	5,98	5,44
P/ANC	x	0,90	0,88	0,80	0,73
Rendement du dividende	%	2,20	2,06	2,37	2,63
<i>Rendement du cash flow disponible</i>	%	-29,9	-13,0	-2,60	5,32
Cours moyen	€	122	131	131	131

Tableau de financement

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
EBITDA	k€	17 597	18 824	20 828	22 514
Variation du BFR	k€	-7 932	-4 484	-5 131	-4 982
<i>dont (augm.)/dimin. des créances clients</i>	k€	-3 394	-4 073	-4 660	-4 525
<i>dont (augm.)/dimin. des stocks</i>	k€	-11 811	-3 272	-3 744	-3 634
<i>dont augm./dimin. des dettes fournisseurs</i>	k€	3 425	1 325	1 517	1 472
<i>dont augm./dimin. autres dettes</i>	k€	3 848	1 535	1 756	1 705
Dividendes reçus des mises en équivalence	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	k€	-4 367	-3 600	-4 275	-4 802
Eléments exceptionnels	k€				
Autres cash flows d'exploitation	k€	393	0,00	0,00	0,00
Cash flows d'exploitation total	k€	5 691	10 740	11 422	12 730
Investissements matériels	k€	-23 278	-18 750	-12 750	-9 000
<i>Investissements / dotations aux amortissements</i>	%	415	235	160	111
Acquisitions de titres	k€	-15,0	10,0	10,0	10,0
Autres flux d'investissement	k€	34,0	0,00	0,00	0,00
Flux d'investissement net	k€	-23 259	-18 740	-12 740	-8 990
Charges financières nettes	k€	-333	-330	-335	-321
<i>dont compasante cash</i>	k€	-94,0	-245	-236	-218
Dividendes (maison mère)	k€	-1 300	-1 343	-1 343	-1 542
Dividendes payés aux minoritaires	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	k€	645	0,00	0,00	0,00
<i>dont (achat)/vente d'actions d'autocontrôle</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Variation de la dette brute	k€	8 638	9 500	3 000	3 000
Autres flux financiers	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	k€	7 889	7 912	1 421	1 240
Variations de périmètre	k€	-673	0,00	0,00	0,00
Variation de la trésorerie	k€	-10 352	-88,6	102	4 980
Variation de la dette nette	k€	-18 990	-9 589	-2 898	1 980
Cash flow disponible (avant div)	k€	-17 920	-8 340	-1 663	3 409
Cash flow opérationnel	k€	5 691	10 740	11 422	12 730
<i>Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)</i>	%	22,4	28,4	18,0	12,5

Comptes

Bilan		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Survaleurs	k€	2 173	2 173	2 173	2 173
Autres immobilisations incorporelles	k€	997	997	997	997
Total actif incorporel	k€	3 170	3 170	3 170	3 170
Immobilisations corporelles	k€	55 342	66 107	70 899	71 818
Immobilisations financières (invest. LT dans des sociétés)	k€	0,00			
Autres immo. financières (optique de placement)	k€	987	987	987	987
<i>dont disponible à la vente</i>	<i>k€</i>	<i>60,0</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
BFR	k€	58 304	62 788	67 920	72 902
<i>dont clients (+)</i>	<i>k€</i>	<i>52 954</i>	<i>57 027</i>	<i>61 687</i>	<i>66 212</i>
<i>dont stocks (+)</i>	<i>k€</i>	<i>42 535</i>	<i>45 807</i>	<i>49 550</i>	<i>53 184</i>
<i>dont fournisseurs (+)</i>	<i>k€</i>	<i>17 232</i>	<i>18 557</i>	<i>20 074</i>	<i>21 546</i>
<i>dont engagements courants (+)</i>	<i>k€</i>	<i>19 953</i>	<i>21 488</i>	<i>23 244</i>	<i>24 949</i>
Autres actifs courants	k€	39,0	39,0	39,0	39,0
<i>dont actifs d'impôts</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>			
Actif total (net des engagements CT)	k€	117 842	133 091	143 015	148 916
Capitaux propres part du groupe	k€	66 757	72 780	79 736	87 545
Intérêts minoritaires	k€	1 687	1 687	1 687	1 687
Provisions pour retraite	k€	2 125	1 731	1 800	1 872
Autres provisions pour risques et charges	k€	547	579	579	579
Charges d'IS	k€	1 166	1 166	1 166	1 166
Autres charges	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Endettement net / (trésorerie)	k€	45 560	55 149	58 046	56 067
Passifs totaux	k€	117 842	133 091	143 015	148 916
Endettement net moyen / (trésorerie)	k€	34 749	50 354	56 598	57 057

Valeur d'entreprise		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
VE/EBITDA(R)	x	6,08	6,46	5,98	5,44
VE/EBIT	x	8,63	10,8	9,37	8,24
VE/CA	x	0,61	0,64	0,61	0,56
EV/Capital investi	x	0,92	0,92	0,88	0,83
Capitalisation boursière	k€	59 887	64 059	64 059	64 059
+ Provisions (incluant les retraites)	k€	2 672	2 310	2 379	2 451
+ Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	k€	45 560	55 149	58 046	56 067
- Immobilisations financières (juste valeur) et autres	k€				
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	k€	-1 180	0,00	0,00	0,00
= Valeur d'entreprise	k€	106 939	121 517	124 484	122 577

Comptes

Données par action

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	16,7	14,9	17,7	19,9
<i>Croissance des BPA</i>	%	-6,80	-10,3	18,7	12,4
BPA publié	€	16,7	14,9	17,7	19,9
Dividende net par action	€	2,70	2,70	3,10	3,45
Cash flow libre par action	€	-36,6	-17,1	-3,40	6,97
Cash flow opérationnel par action	€	11,6	22,0	23,4	26,0
Actif net comptable par action	€	137	149	163	179
Nombre d'actions ordinaires	Th	498	498	498	498
Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année)	Th	498	498	498	498
Nombre d'actions pour Capi.	Th	498	498	498	498
Autocontrôle (fin d'année)	Th	8,50	8,50	8,50	8,50
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)	Th	489	489	489	489
Nombre d'actions ordinaires moyen	Th	489	489	489	489
Conversion d'instruments de dette en actions	Th				
Règlement de stock-options exerçables	Th				
Règlement probable de stock-options non exerçables	Th				
Autres engagements d'émettre des titres	Th				
Dilution (moyenne)	Th	0,00	0,00	0,00	0,00
Nombre d'actions dilué (moyen)	Th	489	489	489	489
Survaleur par action	€	0,00	0,00	0,00	0,00
BNA après amort. des survaleurs (dilué)	€	16,7	14,9	17,7	19,9
BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)	€	16,7	14,9	17,7	19,9
Paiement effectif	€				
Taux de distribution	%	16,2	18,1	17,5	17,3
Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)	%	16,5	18,4	17,8	

Financement et liquidité

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
EBITDA	k€	17 597	18 824	20 828	22 514
Cash flow des opérations	k€	13 529	14 979	16 317	17 494
Fonds propres	k€	66 757	72 780	79 736	87 545
Dette brute	k€	60 746	70 246	73 246	76 246
dont échéance moins d'un an	k€	29 593 ⁽²⁾	34 221 ⁽²⁾	35 682 ⁽²⁾	37 144 ⁽²⁾
dont échéance entre 1 et 5 ans	k€	25 774	29 805	31 078	32 351
dont échéance à plus de 5 ans	k€	5 379	6 220	6 486	6 752
+ Trésorerie brute	k€	15 186	15 097	15 200	20 179
= Dette nette / (trésorerie)	k€	45 560	55 149	58 046	56 067
Autres financements	k€	60 746	70 246	73 246	76 246
Autorisations de découvert non tirées	k€	38 000			
Ratio d'endettement	%	52,1	69,2	71,0	65,2
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	2,59	2,93	2,79	2,49
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	3,60	3,85	3,63	3,50
<i>Couverture des frais financiers (x)</i>	x	37,2	45,9	56,3	68,2
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	29,7	27,2	28,1	31,2
<i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	1,19	0,20	0,38	0,64
<i>FCF/Dette CT</i>	x	-0,60	-0,24	-0,04	0,09

2. La politique de dette < 1 an élevée relève d'un choix de management dans le contexte actuel de taux très bas (paiement comptant des fournisseurs, contre escompte).

► Comptes

Analyse du ROE par la méthode de Dupont

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)	x	0,68	0,67	0,67	0,67
Charge d'intérêt (pretax/EBIT)	x	0,97	0,97	0,97	0,98
Marge opérationnelle (EBIT/CA)	%	7,06	5,94	6,50	6,78
Rotation des actifs(CA/actifs moyens)	x	1,70	1,51	1,48	1,50
Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens)	x	1,63	1,80	1,81	1,75
Rendement des fonds propres (ROE)	%	12,9	10,5	11,4	11,7

Réconciliation des capitaux propres

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Fonds propres année N-1	k€	60 206	66 695	72 780	79 736
+ Profits nets de l'année	k€	8 144	7 309	8 673	9 750
- Dividendes (maison mère)	k€	-1 300	-1 343	-1 343	-1 542
+ Augmentation de capital	k€	645	0,00	0,00	0,00
<i>dont diminution (augmentation) de l'autocontrôle</i>	k€	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
- Gains (pertes) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Autres éléments de résultat ("comprehensive")	k€	-1 000	119	-373	-399
= Fonds propres fin d'année	k€	66 695	72 780	79 736	87 545

Personnel

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Chiffre d'affaires par employé	k€	129	135	141	146
Coûts de personnel unitaire	k€	-37,6	-38,8	-39,5	-40,3
<i>Variation des coûts de personnel</i>	%	<i>14,2</i>	<i>6,74</i>	<i>4,98</i>	<i>6,04</i>
<i>Variation des coût de personnel unitaire</i>	%	<i>-42,6</i>	<i>3,17</i>	<i>1,86</i>	<i>2,03</i>

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Nombre d'employés moyen	utp	1 358	1 405	1 448	1 505
Europe	utp	1 345	1 390	1 430	1 475
Amérique du Nord	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Amérique du Sud	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Asie	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres pays clés	utp	13,0	15,0	18,0	30,0

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Coûts totaux de personnel	k€	-51 050	-54 492	-57 205	-60 662
Salaires	k€	-51 050	-54 492	-57 205	-60 662
<i>dont contributions sociales</i>	k€	<i>-11 812</i>	<i>-12 650</i>	<i>-13 250</i>	<i>-13 900</i>
Paieement en titres	k€				
Coûts relatfs aux retraites	k€		0,00	0,00	0,00

Chiffre d'affaires par division

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Fabrication et négoce de conduits et cheminées métalliques	k€	200 508	206 112	215 748	226 085
Bois et énergie solaire	k€	13 432	22 166	31 186	40 608
Other	k€	-38 392	-39 228 ⁽¹⁾	-42 434	-47 193
Total sales	k€	175 548	189 050	204 500	219 500

1. Démarrage de l'activité de la société Solaires-Energies

Résultat par division

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
RESULTAT NET Analysis					
Fabrication et négoce de conduits et cheminées métalliques	k€	8 904	8 123	8 506	9 165
Bois et énergie solaire	k€	-724	132	521	975
Other/cancellations	k€	-161	-61,4 ⁽¹⁾	-347	-390
Total	k€	8 019	8 194	8 680	9 750
RESULTAT NET margin	%	4,57	4,33	4,24	4,44

1. Démarrage de l'activité de la société Solaires-Energies

Comptes

Géographie du chiffre d'affaires

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
France	%	86,8	86,5 ⁽⁴⁾		
Belgique	%	3,69	3,70		
Royaume-uni	%	2,62	2,64		
Europe	%	5,50 ⁽⁵⁾	5,71 ⁽⁵⁾		
Other	%	1,43	1,49 ⁽¹⁾		

4. Première année complète d'activité pour Solaires-Energies (commercialisation de systèmes photovoltaïques), Bois-Factory 70 (transformation et commercialisation de bois énergies, acquise au T4 2011) et MCC2I (expertise et maintenance des cheminées industrielles, acquise au T4 2011)
5. Notamment Allemagne
1. Démarrage de l'activité de la société Solaires-Energies

Capitaux employés

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Rendement des capitaux investis	%	7,43	6,00	6,60	7,09
Survaleur	k€	2 173	2 173	2 173	2 173
<i>Dépréciation cumulée des survaleurs</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	k€	997	997	997	997
<i>Dépréciation cumulée des immo. incorporelles</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Couvertures à LT	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
R&D mmobilisée	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Valeur actuelle des engagements de leasing	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres actifs immobilisés	k€	55 342	66 107	70 899	71 818
<i>Amortissements cumulés</i>	k€	48 709	0,00	0,00	0,00
Capitaux employés avant amortissement	k€	165 525	132 065	141 989	147 890
BFR	k€	58 304	62 788	67 920	72 902
Autres actifs	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Capitaux employés après amortissement (Capitaux investis)	k€	116 816	132 065	141 989	147 890

Capitaux employés par division

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Fabrication et négoce de conduits et cheminées métalliques	k€				
Bois et énergie solaire	k€				
Other	k€	116 816	132 065	141 989	147 890
Total capital employed	k€	116 816	132 065	141 989	147 890

► Effectifs et Retraites

Effectifs et retraites

Le Groupe Poujoulat disposait en 2011 d'un effectif de 1358 personnes - dont environ 200 personnes à l'étranger, essentiellement en Pologne, Allemagne, Belgique et Royaume-Uni - contre moitié moins en 2010. L'effectif se compose essentiellement d'ouvriers (59%), d'employés/cadres (31%) et de commerciaux (6%). Outre la croissance continue des effectifs du Groupe ces 15 dernières années (multiplication par 4 sur la période, dont 150 emplois créés sur la seule année 2011), il doit être noté que les profils ont largement changé de nature, pour tendre vers plus de qualifications, grâce à un programme de formation/innovation représentant en moyenne 4% de la masse salariale.

Pour ce qui est des engagements de retraites à proprement parler, ils n'étaient que de l'ordre €2m en 2011, soit à peine plus de 3% des fonds propres du groupe. Régulièrement provisionnés, ils ne constituent pas un sujet de préoccupation.

Synthèse des risques liés aux engagements de retraites

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Ratio des engagements retraite	%	3,08	2,32	2,21	2,09
Fonds propres part groupe	k€	66 757	72 780	79 736	87 545
Valeur actualisée des engagements	k€	2 125	1 731	1 800	1 872
<i>dont engagements financés</i>	<i>k€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<i>dont engagements non financés</i>	<i>k€</i>	<i>2 125</i>	<i>1 731</i>	<i>1 800</i>	<i>1 872</i>
<i>dont autres engagements (santé)</i>	<i>k€</i>		<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Ecarts actuariels non comptabilisés au bilan	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Taux d'actualisation Groupe</i>	%	3,30	3,50	3,50	3,50
Taux d'actualisation normalisé recalculé	%		4,00		
<i>Taux de croissance futur des salaires Groupe</i>	%	2,00	2,00	2,00	2,00
Taux de croissance normalisé des salaires recalculé	%		3,00		
<i>Taux de rentabilité attendu des actifs Groupe</i>	%	1,00	1,00	1,00	1,00
Taux de rentabilité attendu des actifs recalculé	%		1,00		
Financés: impact du changement des hypothèses actuarielles	k€		0,00		
Non financés: impact du changement des hypothèses actuarielles	k€		263		

Répartition géo. des engagements de retraites

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Exposition US	%				
Exposition GB	%				
Exposition Euro	%	100	100	100	100
Exposition Pays Nordiques	%				
Exposition Suisse	%				
Autre exposition	%				
Total	%	100	100	100	100

Impacts sur le bilan

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Couverture des obligations financées (déficit)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Couverture des obligations non financées (déficit)	k€	-2 125	-2 473	-2 572	-2 674
Total comptabilisé	k€	-2 125	-2 473	-2 572	-2 674
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions (au bilan) sur obligations financées	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions (au bilan) sur obligations non financées	k€	2 125	1 731	1 800	1 872
Autres provisions de retraite (santé)	k€		0,00	0,00	0,00
Total des provisions de retraite comptabilisées au bilan	k€	2 125	1 731	1 800	1 872

► Effectifs et Retraites

Impacts sur le compte de résultat

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Charges relatives aux engagements financés	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Charges relatives aux engagements non financés	k€	0,00	-85,0	-98,9	-103
Total des charges relatives aux engagements	k€	0,00	-85,0	-98,9	-103
<i>dont celles incluses dans les frais généraux</i>	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>dont celles incluses dans les frais financiers</i>	k€	0,00	-85,0	-98,9	-103

Engagements financés

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Engagements de retraite début de période	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Coût des services rendus	k€		0,00	0,00	0,00
Coût des intérêts	k€		0,00	0,00	0,00
Contributions des employés	k€				
Impact du changement des hypothèses actuarielles	k€		0,00	0,00	0,00
<i>dont impact du changement du taux d'actualisation</i>	k€		0,00		
<i>dont impact du changement du taux de croissance des salaires</i>	k€		0,00		
Changements du périmètre de consolidation	k€				
Effets de change	k€				
Prestation versées aux bénéficiaires	k€				
Autres	k€				
Engagements de retraite fin de période	k€	0,00	0,00	0,00	0,00

Valeur des actifs de fi. des engagements de retraites

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Actifs début de période	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Produits attendus sur les actifs des régimes de retraite	k€		0,00	0,00	0,00
Gains / (pertes) actuariels	k€		0,00	0,00	0,00
Cotisations du Groupe	k€		0,00	0,00	0,00
Contributions des employés	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Changements du périmètre de consolidation	k€				
Effets de change	k€				
Prestation versées aux bénéficiaires	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres	k€				
Actifs fin de période	k€	0,00	0,00	0,00	0,00
Taux de rentabilité attendu des actifs (réalisé et estimé)	k€	0,00	0,00	0,00	0,00

Valeur actuelle des engagements de retraites non financés

		12/11A	12/12E	12/13E	12/14E
Engagements de retraite début de période	k€	1 754	2 125	2 473	2 572
Coût des services rendus	k€		0,00	0,00	0,00
Coût des intérêts	k€		85,0	98,9	103
Contributions des employés	k€				
Impact du changement des hypothèses actuarielles	k€		263	0,00	0,00
<i>dont impact du changement du taux d'actualisation</i>	k€		-195		
<i>dont impact du changement du taux de croissance des salaires</i>	k€		458		
Changements du périmètre de consolidation	k€				
Effets de change	k€				
Prestation versées aux bénéficiaires	k€				
Autres	k€	371			
Engagements de retraite fin de période	k€	2 125	2 473	2 572	2 674

► Gouvernance & Mgt

Questions clés de gouvernance

	Oui  / Non 	Pondération
Une Action, un droit de vote		20 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif.		5 %
Chairman n'est pas un ancien membre du comité de direction.		5 %
Au moins 50% des membres du board sont des administrateurs indépendants		20 %
Transparence totale des rémunérations du comité de direction (Bonus liés aux performances, contributions aux pensions et avantages en nature)		10 %
Transparence des seuils à atteindre avant attribution de bonus		15 %
Le comité des rémunérations rapporte au Conseil d'Administration		5 %
Statuts intelligibles et simples		20 %
Score de gouvernance	75	100%

Comités existants

-  Comité d'audit/gouvernance
-  Comité des comptes
-  Comité des contentieux
-  Comité des Nominations
-  Comité des rémunérations
-  Comité environmental / ISR
-  Comité santé/ sécurité

Management

Nom	Fonction	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Salaire, in k€(year)	
					Trésorerie	Rémunération en titres
Frédéric COIRIER	M  PDG				126	(2011)
Jean-Francois BÉNOT	M  Directeur Financier				130	(2011)
Philippe BULLIER	M  Directeur General				136	(2011)
André PRUNIER	M  Directeur General				143	(2010)
Stéphane THOMAS	M  Directeur General				131	(2011)

Conseil d'administration

Nom	Indep.	Fonction	Fin du mandat actuel	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Jetons de présence, in k€ (year)		Valeur des titres, in k€(year)
Yves COIRIER	M	  Président					38,9	(2010)	
Jean MENU	M	  Membre					38,9	(2010)	
Michel CAMP	M	  Membre					10,1	(2010)	
Louis DEPARIS	M	  Membre					10,1	(2010)	
Hedwige DE PENFENTENYO	F	  Membre			2012				

► Gouvernance & Mgt

Ressources humaines

Accidents du travail
25 % Of H.R. Score



Developpement des ressources humaines
35 % Of H.R. Score



Paye
20 % Of H.R. Score



Satisfaction au travail
10 % Of H.R. Score



Communication interne
10 % Of H.R. Score



Ressources humaines

		Oui ✓ / Non ✗	Classement
Accidents du travail	25 %		25/100
Des objectifs ont-ils été fixés sur tous les sites du groupe?	40 %	✓	10/100
Les accidents du travail sont-ils en diminution?	60 %	✓	15/100
Developpement des ressources humaines	35 %		35/100
Les compétences nécessaires pour atteindre les objectif du groupe sont-elles identifiées	10 %	✓	4/100
Existe-t-il un plan de recrutement à moyen terme (2 à 5 ans)	10 %	✓	4/100
Existe-t-il une stratégie de formation pour atteindre les objectifs fixés par la société?	10 %	✓	4/100
Les salariés sont-ils formés aux objectifs de demain?	10 %	✓	4/100
Tous les salariés ont-ils accès à la formation?	10 %	✓	4/100
Le groupe n'a pas fait de plan social ou tout autre forme licenciement économique sur l'année?	10 %	✓	4/100
Les talents sont-ils restés?	10 %	✓	4/100
Les managers ont-ils des objectifs de management?	10 %	✓	4/100
Si oui, les résultats sont-ils pris en compte pour la réévaluation salariale?	10 %	✓	4/100
La mobilité interne entre les différentes unités du groupe est-elle encouragée?	10 %	✓	4/100
Paye	20 %		20/100
Existe-t-il un comité de rémunération ?	30 %	✓	6/100
La rémunération variable prend-t-elle en compte la performance du groupe et celle du salarié?	70 %	✓	14/100
Satisfaction au travail	10 %		0/100
Existe-t-il une mesure de la satisfaction des salariés?	33 %	✗	0/100
Chacun peut-il y participer?	34 %	✗	0/100
Y a-t-il un plan d'action pour améliorer le moral des salariés?	33 %	✗	0/100
Communication interne	10 %		10/100
La stratégie et les objectifs du groupe sont-ils disponibles pour tous les salariés?	100 %	✓	10/100
		Score RH	90/100

Score RH



Graphiques

Momentum



++ : Momentum fortement positif correspondant à une tendance haussière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

+ + : Momentum plutôt positif correspondant à une orientation globalement haussière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-achat ou par l'absence de volumes.

- - : Momentum plutôt négatif correspondant à une orientation neutre ou baissière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-vente ou par l'absence de volumes.

- - : Momentum fortement négatif correspondant à une tendance baissière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

L'analyse par le momentum consiste à évaluer la tendance boursière sur un instrument financier, à partir de l'analyse des flux d'échanges sur cet instrument. Les principaux indicateurs utilisés dans notre outil de momentum sont les moyennes mobiles simples sur 3 échelles de temps : le court terme (20 jours de bourse), le moyen terme (50j) et le long terme (150j).

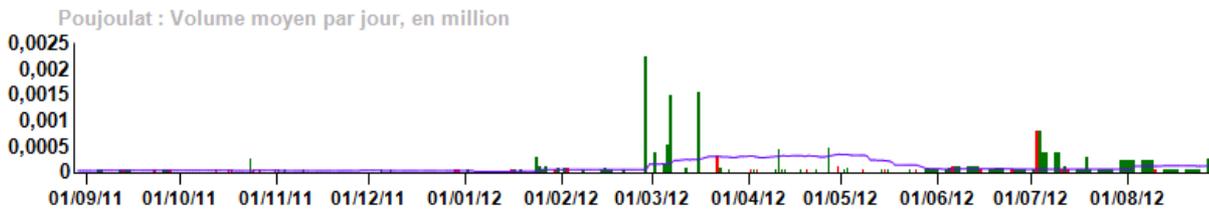
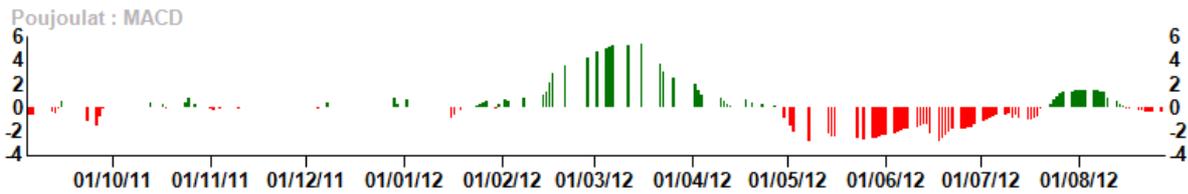
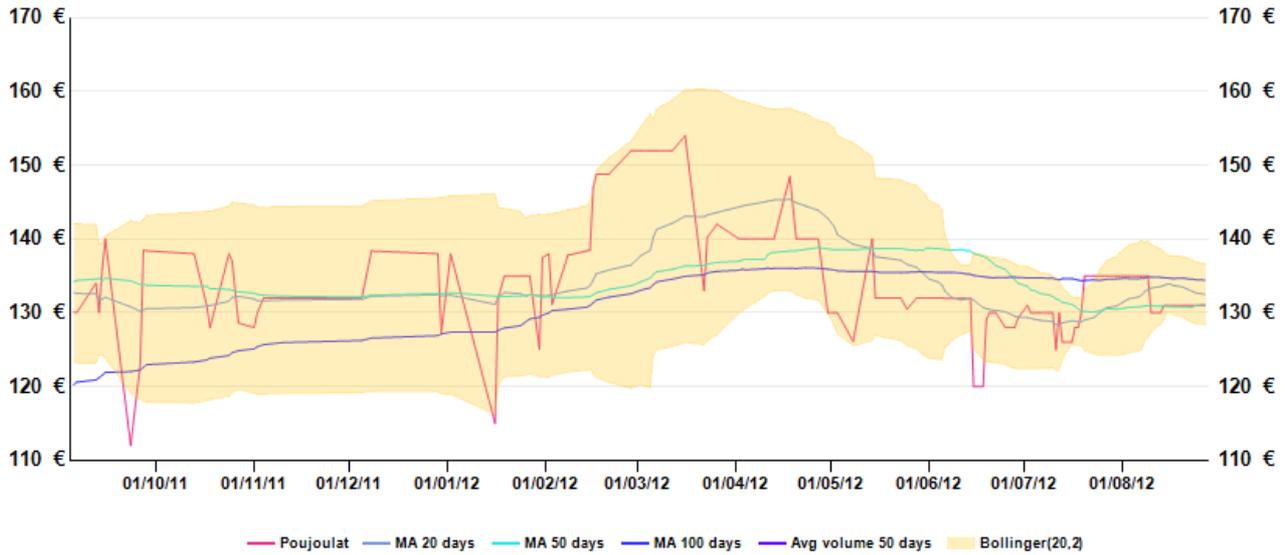
Le positionnement de ces moyennes mobiles les unes par rapport aux autres nous indique l'orientation des flux sur ces 3 échelles de temps. Par exemple si les moyennes mobile courtes et intermédiaires sont au dessus de la moyenne longue cela détermine une orientation haussière à confirmer.

Nous prenons également en compte la position du dernier cours de bourse par rapport aux trois moyennes mobiles (indicateur avancé) ainsi que la dynamique de ces 3 moyennes -baissière, neutre, haussière- qui est plutôt un indicateur retardé.

Les indications directionnelles données par les flux au travers des moyennes mobiles et les cours doivent être confirmées par les volumes pour valider le signal. Nous utilisons pour cela un calcul de hausse moyenne des volumes sur 10 semaines complété par un calcul relatif sur les volumes à la hausses et les volumes à la baisse pour valider nos analyses.

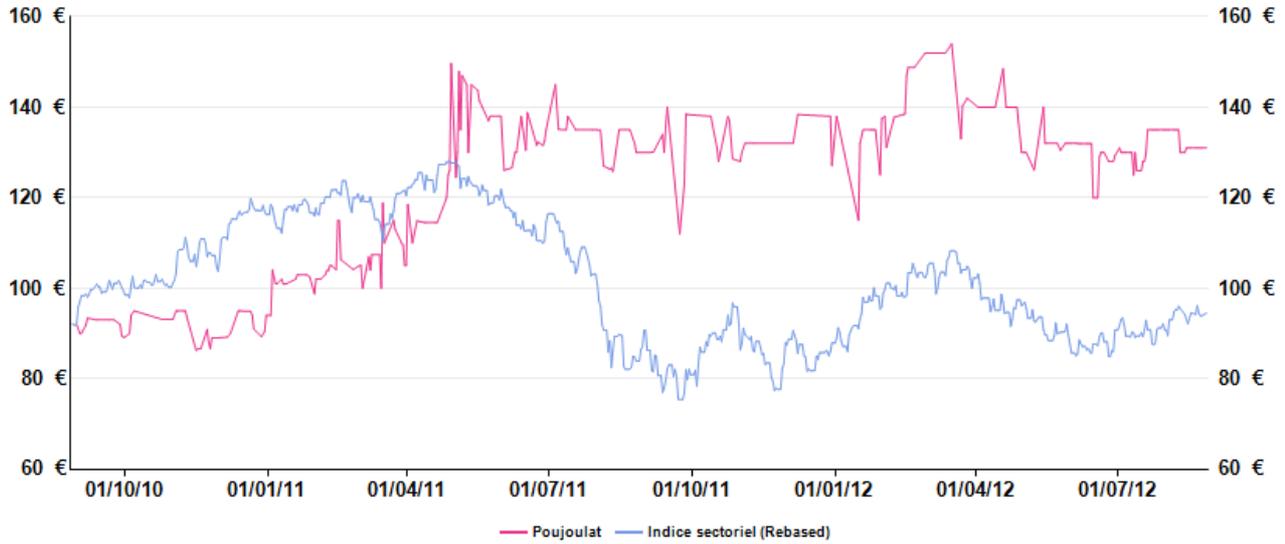
Graphiques

Moyenne mobile MACD & Volume



► Graphiques

Secteur Matériaux de construction



► Matériaux de construction Chiffres Clés

Aperçu du secteur

	Secteur	Univers AlphaValue
Sociétés	9	461
Capi. boursière (EUR Md)	68 208 M€	6 474 232 M€
Potentiel	25,3 %	12,0 %
Momentum de cours	BON	BON
Perf. 1er janv	7,54 %	7,09 %
PE 2012	13,8 x	11,5 x
Rendement	2,89 %	3,80 %
Croissance des bpa	7,73 %	4,27 %

Performance du secteur



Changement d'opinion

EN HAUSSE		Recommandation	Ancienne reco	Objectif de cours	Cours	Potentiel	Perf. 1er janv
03/07	Lafarge	Achat	Accumuler	46,4 €	38,0 €	22,0 %	39,93 %
26/06	Cimpor	Achat	Accumuler	5,76 €	3,55 €	62,2 %	-33,23 %
05/05	CRH	Accumuler	Alléger	16,7 €	14,5 €	15,4 %	-5,66 %
21/04	Imerys	Achat	Accumuler	51,1 €	39,1 €	30,7 %	9,90 %
05/04	Italcementi	Achat	Accumuler	5,10 €	3,93 €	30,0 %	-13,87 %
EN BAISSÉ		Recommandation	Ancienne reco	Objectif de cours	Cours	Potentiel	Perf. 1er janv
22/08	Heidelbergcement	Accumuler	Achat	47,8 €	40,8 €	17,3 %	24,35 %
31/07	Holcim	Accumuler	Achat	69,8 CHF	59,3 CHF	17,8 %	18,01 %
28/07	Buzzi Unicem	Alléger	Accumuler	8,64 €	8,55 €	1,16 %	26,41 %

Changement de bpa

EN HAUSSE		Nouveau	Précédent	Var.	Recommandation	Momentum	Perf. 1er janv
22/08	Buzzi Unicem	0,28 €	0,12 €	125 %	Alléger	BON	26,41 %
10/08	Italcementi	0,15 €	0,01 €	2 378 %	Achat	DÉFAVORABLE	-13,87 %
16/07	CRH	0,97 €	0,75 €	29,3 %	Accumuler	DÉFAVORABLE	-5,66 %
12/07	Heidelbergcement	3,35 €	2,95 €	13,4 %	Accumuler	FORT	24,35 %
17/04	Imerys	4,18 €	3,67 €	14,0 %	Achat	BON	9,90 %
EN BAISSÉ		Nouveau	Précédent	Var.	Recommandation	Momentum	Perf. 1er janv
23/08	Holcim	2,67 CHF	2,84 CHF	-5,97 %	Accumuler	BON	18,01 %
02/08	Saint-Gobain	2,84 €	3,57 €	-20,6 %	Achat	DÉFAVORABLE	-5,78 %
31/07	Lafarge	2,48 €	2,57 €	-3,53 %	Achat	FORT	39,93 %
12/04	Cimpor	0,37 €	0,39 €	-4,84 %	Achat	NÉGATIF	-33,23 %

Matériaux de construction Chiffres Clés

P/E du secteur



Rendement du secteur



Règles de valorisation du secteur

	P/E		Croissance des bénéfiques		P/ANC		Rendement	
	2012	2013	2012/2011	2013/2012	2012	2013	2012	2013
Moyenne pondérée	13,8 x	11,2 x	7,73 %	23,4 %	0,81 x	0,78 x	2,89 %	3,11 %
Médiane	14,9 x	12,0 x	17,2 %	25,8 %	0,86 x	0,84 x	3,06 %	3,06 %
Moyenne pondérée univers AV	11,5 x	10,1 x	4,27 %	13,5 %	1,34 x	1,24 x	3,80 %	4,32 %

	Adjusted attributable net profit (M€)				
	2011	2012	2013	Chg. 12/11	Chg. 13/12
Total	5 112	4 928	6 052	-184	1 124

	Equity (M€)		Net Debt (M€)		Goodwill (M€)	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Total	82 894	86 087	43 657	39 536	49 998	49 677

Entreprises du secteur

Société	Secteur	Perf (%)				Mom.	Opinion	Potentiel	Capi	Pays
		1S	1M	3M	YTD					
Buzzi Unicem	Ciments & Agrégats	4,14	7,42	20,6	26,4	++	Alléger	1,16 %	M€ 1 761	IT
Cimpor	Ciments & Agrégats	-3,53	-5,33	-34,4	-33,2	--	Achat	62,2 %	M€ 2 386	PT
CRH	Ciments & Agrégats	0,52	-5,11	2,48	-5,66	-	Accumuler	15,4 %	M€ 10 547	IE
Heidelbergcement	Ciments & Agrégats	0,97	5,84	14,9	24,4	++	Accumuler	17,3 %	M€ 7 645	DE
Holcim	Ciments & Agrégats	-0,50	3,49	10,9	18,0	++	Accumuler	17,8 %	MCHF 19 396	CH
Imerys	Divers produits de constr...	-2,19	0,31	0,05	9,90	++	Achat	30,7 %	M€ 2 943	FR
Italcementi	Ciments & Agrégats	3,37	21,2	1,29	-13,9	-	Achat	30,0 %	M€ 1 109	IT
Lafarge	Ciments & Agrégats	1,32	-0,25	29,3	39,9	++	Achat	22,0 %	M€ 10 845	FR
Saint-Gobain	Divers produits de constr...	0,61	13,8	-8,03	-5,78	-	Achat	42,8 %	M€ 14 823	FR

► Méthodologie

Opinion fondamentale

S'il est implicite que les recommandations formulées par AlphaValue sont de bonne foi, elles ne devraient jamais constituer l'unique fondement d'une décision d'investissement.

Les recommandations sont construites dans une approche de "père de famille".

Les valorisations sont calculées du point de vue d'un **actionnaire minoritaire**, à moyen terme (6 mois).

Les outils de valorisation sont présentés de façon **transparente**, toutes les valeurs sous-jacentes sont accessibles, et **cohérente**, la méthodologie est la même quelque soit le titre, en tenant compte cependant des différences de nature entre valeurs financières et non financières. Une action avec un objectif de cours en-dessous de son cours actuel ne sera jamais associée à un Accumuler ou un Achat.

Les recommandations se basent sur des objectifs de cours sans prendre en compte le rendement du dividende. Les seuils pour les quatre niveaux de recommandations peuvent changer de temps à autres selon les conditions de marché. Les seuils sont définis comme indiqué ci-dessous, SI L'ON SUPPOSE que les taux longs sans risque demeurent entre 2 et 5%.

Recommandation	Volatilité Faible (10-30)	Volatilité Normale (15-35)	Volatilité Elevée (au-dessus de 35)
Achat	Plus de 15 % de potentiel	Plus de 20 % de potentiel	Plus de 30 % de potentiel
Accumuler	De 5 % à 15 %	De 5 % à 20 %	De 10 % à 30 %
Alléger	De -10 % à 5 %	De -10 % à 5 %	De -10 % à 10 %
Vente	Moins de -10 %	Moins de -10 %	Moins de -10 %

L'absence de recommandation « neutre » est délibérée. Investir dans les actions est sans intérêt si le retour attendu n'est pas au moins au niveau des taux sans risque (avant prise en compte du dividende).

Bien que les recommandations soient déterminées par les objectifs de cours, la direction d'AlphaValue entend maintenir une cohérence globale sur son univers de couverture et est susceptible, de temps à autre, de changer certains paramètres globaux, ce qui pourrait affecter le niveau de définitions des recommandations et/ou la distribution des recommandations dans les quatre champs ci-dessus. Par exemple, baisser la prime de risque dans un contexte de prudence excessive pourrait augmenter la proportion de recommandations positives.

► Méthodologie

Valorisation

Les méthodes de valorisation ont été élaborées dans un souci de cohérence et de transparence.

Les sociétés sont réparties en 3 catégories selon leur activité principale: Banques, Assurances et Non Financières. L'appartenance à une de ces 3 catégories détermine la méthode de construction du cours objectif.

Le cours objectif résulte d'une pondération de plusieurs critères de valorisation, qui peuvent être changés en cas de besoin. Toutes les sociétés d'une même catégorie sont valorisées de la même manière et donc de façon cohérente entre elles.

Au sein de l'univers des sociétés Non Financières, 4 sous-catégories permettent de prendre en compte les spécificités inhérentes au secteur d'activité: 1) "Industrielles standard"; 2) "Holdings" pour lesquelles la mesure de l'actif net réévalué est prépondérant; 3) "Valeurs de croissance" pour lesquelles l'accent est mis sur la valorisation par analogies avec des valeurs comparables; 4) "Sociétés en perte" pour lesquelles justement la valorisation par les comparables ne fonctionne pas. La valorisation est alors assise principalement sur la méthode du DCF (Discounted Cash Flow ou actualisation des flux de trésorerie futurs) et la mesure de l'Actif net réévalué. Ces deux dernières méthodes reviennent à « redonner du long terme » à la société sous revue.

Méthode de valorisation	Industrielles standard	Valeurs de croissance	Holding company	Sociétés en pertes	Banques	Assurances
DCF	35%	35%	10%	40%	0%	0%
Actif net réévalué	20%	20%	55%	40%	25%	15%
PER	10%	10%	10%	5%	10%	20%
VE/EBITDA	20%	20%	0%	5%	0%	0%
Rendement	10%	10%	20%	5%	15%	15%
Actif net comptable	5%	5%	5%	5%	15%	10%
Valeur intrinsèque (banques)	0%	0%	0%	0%	25%	0%
Embedded Value	0%	0%	0%	0%	0%	40%
Capi./Résultat d'exploitation brut	0%	0%	0%	0%	10%	0%

Exemples de secteur

Bio Techs

Avertissement important

Les commentaires ci-dessus sont seulement destinés aux investisseurs institutionnels et professionnels. Ils sont un complément à l'abonnement aux services d'AlphaValue via www.alphavalue.com Certains commentaires n'ont de sens qu'en association avec un accès à la recherche en ligne d'AlphaValue.