

MORNING NEWS MIDCAPS

RECHERCHE ACTIONS

01/09/2010

Aval pétrolier

Rubis

RUBF.PA / RUI@FP

Acheter

Résultats S1 10

S1 en ligne, perspective de croissance maintenue

Rubis a publié un RN S1 retraité en hausse de 7%, en ligne avec nos attentes. La société attend un RN 2010 dans le haut d'une fourchette de 5 à 10%. Avec une capacité d'investissements de 250/300 M€, Rubis peut saisir des opportunités dans un environnement en recomposition.

- **Nous conservons notre recommandation Acheter sur Rubis qui continue de délivrer une croissance régulière de ses résultats. Nous maintenons notre objectif de cours à 77 €** basé sur la moyenne d'un DCF et des comparables boursiers. Avec une capacité d'investissement de 250 à 300 M€, les opportunités d'acquisitions rentables dans un environnement pétrolier aval en recomposition en Europe devraient représenter un catalyseur pour le titre qui bénéficie par ailleurs d'un rendement de plus de 5%.
- **Cette publication, en ligne avec nos attentes après retraitements, ne nous conduit pas à réviser nos estimations.** Le management prévoit une croissance des résultats 2010 dans le haut d'une fourchette de 5 à 10%. Nous attendons une hausse limitée à 5% du BPA 2010 compte tenu de la hausse du nombre d'actions.
- **Rubis a publié un ROC S1 10 en hausse de 8% à 49 M€ et en ligne avec nos attentes.** La contribution de la distribution GPL, en baisse de 3% à 29 M€, est moins bonne qu'attendu en raison d'une marge pénalisée par la hausse des coûts d'approvisionnement, qui pèse notamment sur la contribution en Europe. La stabilisation du prix du brut au S2 10 laisse envisager une amélioration de la marge. Par ailleurs, la multiplication par près de 10 du nombre de nouvelles immatriculations de véhicules GPL en France en 2010 est un facteur de soutien pour les volumes de ce segment où la société jouit d'une part de marché de 20% à environ 20 000t/an. Cette baisse est plus que compensée par la très bonne progression de 29% de la contribution du Terminaling à 24 M€. Cette activité est tirée par la hausse des flux en France (+10%) et par la montée en puissance du terminal de Rotterdam. Au final, le RNp est en hausse de 7% après retraitement de divers éléments non récurrents dont un badwill de 9 M€ sur l'acquisition des 50% de BP dans Frangaz (distribution GPL sous marque de distributeurs) dont la contribution opérationnelle devient positive cette année après trois ans de lancement.
- Le **cash-flow opérationnel** du semestre couvre des Capex de 49 M€ dont la moitié correspond à des extensions d'activité. La **dette nette** de 199 M€ correspond à un gearing stable de 36% qui laisse un marge de manœuvre de plus de 250 M€ à la société pour saisir des opportunités dans un environnement favorable.

Analyste(s)

Julien Laurent (33 1) 58 55 05 38
Hager Bouali (33 1) 58 55 05 29
Anne Pumir (33 1) 58 55 05 20

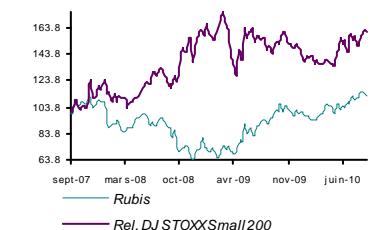
Cours	31/08/2010	69,60 €
Objectif		77,00 €
Potentiel		10,6%

Performance	1 m	12 m	01/01
Absolu	3,3%	20,9%	12,8%
Secteur	-2,4%	-3,9%	-12,8%
DJS Small200	-2,0%	12,4%	3,6%

Capitalisation boursière	818,5 M€
Flottant	82,0%
Orfirm	5,9%
Volume Jour	733 k€

au 31/12	2010e	2011e	2012e
BPA (€)	4,71	5,27	5,67
Révision	-	-	-
Variation	4,9%	11,9%	7,5%

PE (x)	14,8	13,2	12,3
P/CF (x)	8,7	7,9	7,3
VE/REX (x)	12,2	10,9	10,1
VE/EBE (x)	8,9	8,1	7,3
Rdt Net	4,2%	4,3%	4,5%
FCF yield	-1,3%	4,2%	5,7%



Equity Markets equity.natixis.com

Accès Bloomberg [NXSE](#)

Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document.

EQUITY MARKETS

Eléments financiers au 31/12

Rubis

Décomposition par activité (M€)	2008	2009	2010e	2011e	2012e	TMVA 09/12
Chiffre d'affaires	1 192,3	952,0	1 081,2	1 165,6	1 250,1	9,5%
Rubis Energie	894,4	763,0	886,2	966,3	1 046,2	11,1%
Rubis Terminal	297,9	189,0	195,0	199,3	203,9	2,6%
Résultat d'exploitation corrigé	72,1	76,5	84,8	93,8	98,5	8,8%
Rubis Energie	42,6	47,3	49,0	54,9	59,2	7,7%
Rubis Terminal	34,7	37,9	41,9	43,9	44,4	5,4%
Elimination	-5,2	-8,7	-6,0	-5,0	-5,0	16,9%
Marge d'exploitation corrigée	6,0%	8,0%	7,8%	8,0%	7,9%	
Rubis Energie	4,8%	6,2%	5,5%	5,7%	5,7%	
Rubis Terminal	11,6%	20,0%	21,5%	22,0%	21,8%	
Compte de résultat (M€)	2008	2009	2010e	2011e	2012e	TMVA 09/12
Chiffre d'affaires	1 192,3	951,9	1 081,2	1 165,6	1 250,1	9,5%
<i>Variation</i>	<i>40,0%</i>	<i>-20,2%</i>	<i>13,6%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,2%</i>	
Croissance organique	-	-	-	-	-	
Excédent brut d'exploitation	97,5	111,8	116,5	126,2	135,5	6,6%
<i>Variation</i>	<i>22,1%</i>	<i>14,7%</i>	<i>4,2%</i>	<i>8,4%</i>	<i>7,3%</i>	
Résultat d'exploitation publié	72,1	76,5	84,8	93,8	98,5	8,8%
<i>Variation</i>	<i>34,3%</i>	<i>6,1%</i>	<i>10,9%</i>	<i>10,6%</i>	<i>5,0%</i>	
Résultat d'exploitation corrigé	72,1	76,5	84,8	93,8	98,5	8,8%
<i>Variation</i>	<i>34,3%</i>	<i>6,1%</i>	<i>10,9%</i>	<i>10,6%</i>	<i>5,0%</i>	
Marge d'exploitation	6,0%	8,0%	7,8%	8,0%	7,9%	
Résultat financier net	-8,6	-6,9	-11,9	-12,5	-11,3	
Résultat courant avant impôt	63,5	69,6	73,0	81,3	87,2	7,8%
Résultat exceptionnel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Impôt sur les sociétés	-18,5	-19,7	-20,4	-22,8	-24,4	
Amt. / dep. survaleurs	-	-	-	-	-	
Résultat des SME	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Intérêts minoritaires	-2,3	-2,7	-2,0	-2,0	-2,0	
Résultat net des activités cédées	-	-	-	-	-	
Résultat net part du groupe	42,7	47,2	50,5	56,6	60,8	8,8%
<i>Variation</i>	<i>13,8%</i>	<i>10,6%</i>	<i>7,0%</i>	<i>11,9%</i>	<i>7,5%</i>	
RNPG corrigé	42,7	47,2	50,5	56,6	60,8	8,8%
<i>Variation</i>	<i>13,8%</i>	<i>10,6%</i>	<i>7,0%</i>	<i>11,9%</i>	<i>7,5%</i>	
Tableau de financement (M€)	2008	2009	2010e	2011e	2012e	TMVA 09/12
MBA	71,0	87,0	85,7	94,7	101,7	5,3%
Investissements nets	-99,2	-88,6	-87,0	-55,0	-55,0	-14,7%
Diminution (Augmentation) du BFR	-23,8	3,6	-9,4	-5,0	0,0	
Cash-flow disponible	-52,0	2,1	-10,8	34,7	46,7	ns
Investissements financiers	-32,2	-3,9	-15,0	0,0	0,0	
Distribution	-26,6	-29,5	-30,0	-31,1	-32,2	2,9%
Augmentation de capital	18,5	21,7	12,0	0,0	0,0	
Produits de cessions	0,9	0,8	0,0	0,0	0,0	
Divers	9,4	2,8	10,0	10,4	10,7	
Augmentation (Diminution) de la trésorerie	-81,9	-6,2	-33,7	13,9	25,2	
Endettement net	174,9	181,1	214,8	200,9	175,6	
Gearing	38,2%	35,8%	39,2%	33,0%	26,1%	

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

- 1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).
- 2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.
- 3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.
- 4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash-flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.
- 5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.
- 6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).
- 7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

* Jusqu'au 30/04/2010, les recommandations de Natixis portaient sur les 6 prochains mois et étaient définies comme suit :

Acheter	Potentiel de hausse supérieure à 15% par rapport au marché assorti d'une grande qualité des fondamentaux.
Renforcer	Potentiel de hausse de 0 à 15% avec un niveau de risque élevé
Alléger	Potentiel de baisse de 0 à 15%
Vendre	Potentiel de baisse supérieure à 15% et/ou avec des risques très élevés sur les fondamentaux industriels et financiers.

A compter du 1/05/2010, les recommandations de Natixis portent sur les 6 prochains mois et sont définies comme suit :

Acheter	Potentiel de hausse supérieure à 10%.
Neutre	Potentiel compris entre 10% et -10%
Alléger	Potentiel de baisse supérieure à -10% et/ou de risques élevés sur les fondamentaux industriels et financiers.

Au 01/09/2010, les recommandations de Natixis ainsi que la part, par rapport à l'échantillon de valeurs suivies, des émetteurs pour lesquels sa maison mère Natixis a fourni des services d'investissement sur les 12 derniers mois se répartissent comme suit :

	Valeurs suivies	Valeurs Corporate
Acheter	51,8%	2,0%
Neutre	30,1%	0,3%
Alléger	14,6%	0,3%

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture.

Ce document d'informations s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il vous est communiqué à titre d'information et ne peut être divulgué à un tiers sans le consentement préalable de Natixis. Il ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Les performances passées et simulées ne garantissent pas les performances futures. Toute opinion contenue dans le présent document reflète le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis. Natixis ne saurait être tenu responsable des conséquences d'une quelconque décision prise au regard des informations contenues dans ce document. Natixis a mis en place des procédures appropriées de séparations des activités visant en particulier à prévenir les conflits d'intérêt entre ses activités de Recherche et ses autres activités. Ces « barrières à l'information » peuvent être détaillées sur demande auprès du Responsable de la conformité. A la date de cette publication, Natixis et/ou l'une de ses filiales ou sous-filiales peuvent être en conflit d'intérêt avec l'émetteur mentionné. En particulier, il se peut ainsi que Natixis ou toute personne morale ou physique liée, leurs dirigeants, leurs représentants légaux ou leurs salariés aient investi pour leur propre compte ou agissent ou envisagent d'agir, dans les douze mois à venir, en tant que conseiller, apporteur de liquidité, teneur de marché, ou banquier d'affaires d'une des sociétés mentionnées dans cette publication.

Natixis est agréé par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementé par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels il est agréé. Natixis est également soumis à la supervision de la Commission bancaire.

Ce document de recherche est distribué depuis le Royaume Uni par Natixis, Succursale de Londres, qui est reconnue par l'ACP et réglementée par la « Financial Services Authority » pour ses activités au Royaume Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce la FSA peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

La communication / distribution de ce document en Allemagne est réalisée / sous la responsabilité de Natixis, Succursale d'Allemagne. Natixis est agréé par l'ACP et réglementé par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour la conduite de ses activités en Allemagne.

Natixis est agréé par l'ACP et régulé par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréé par l'ACP et régulé par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC. Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage, par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Bleichroeder LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis n'emploie aucun collaborateur commun avec Natixis Bleichroeder LLC. Natixis Bleichroeder LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les analystes de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Bleichroeder LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA. Pour recevoir toute information supplémentaire relative à tout titre ou instrument financier mentionné dans le présent document, ou pour effectuer une transaction sur ceux-ci, merci de contacter un représentant agréé de Natixis Bleichroeder LLC 1345 Avenue of the Americas, New York, NY 10105.