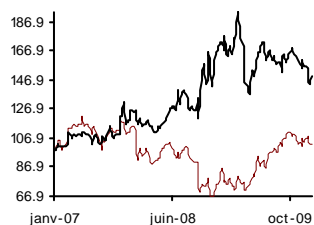


26/01/2010



Source : Natixis Securities

Aval pétrolier

Rubis

RUBF.PA / RUI@FP

France

Renforcer

Changement d'objectif de cours

Armée pour poursuivre la croissance

Cours	25/01/2010	60,00 €
Objectif	↗	69,00 €
Potentiel		15,0%

Performance	1 m	12 m	01/01
Absolu	-2,0%	35,2%	-2,8%
Secteur	-0,8%	28,5%	-1,3%
DJS Small200	2,7%	57,6%	1,3%

Capitalisation boursière	649,3 M€
Flottant	82,0%
Orfim	5,9%
Volume Jour	1 M€

au 31/12	2009e	2010e	2011e
BPA (€)	4,58	4,75	5,09
Révision	0,6%	3,7%	3,4%
Variation	11,2%	3,6%	7,2%

PE (x)	13,1	12,6	11,8
P/CF (x)	8,3	7,9	7,4
VE/REX (x)	10,9	10,1	9,6
VE/EBE (x)	8,0	7,4	7,0
Rdt Net	4,7%	4,8%	5,0%
FCF yield	-3,2%	3,5%	3,8%

Analystes

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

Site Internet	www.rubis.fr
Natixis Securities	www.sec.natixis.com
Accès Bloomberg	NXSE

– **Flexibilité financière renforcée pour assurer une croissance rentable.**

– **Un hiver froid, favorable pour les volumes de GPL vendus.**

– **Restructurations de l'aval pétrolier en France, une opportunité pour Rubis.**

▪ **News :** Rubis a annoncé la signature d'une convention de « ligne de capital » lui garantissant des augmentations de capital successives (limitées unitairement à 1%) dont le montant cumulé sera inférieur à 10% du capital actuel, à un prix de souscription faisant ressortir, au moment de chaque émission, une décote de 8% par rapport au cours moyen pondéré des 3 jours de Bourse précédant sa fixation. Au cours actuel, cette ligne de capital représente une levée potentielle de fonds de 60 M€. Ce type de financement flexible permettra surtout d'assurer l'accélération de la construction des terminaux de Rotterdam et Anvers pour répondre aux réservations des clients. Par ailleurs le Groupe dispose à ce jour de lignes de crédit à moyen terme pour financer des projets d'acquisition à hauteur de 200 M€.

▪ **Implications :** La tendance de fond de désengagement/restructuration des grandes compagnies pétrolières dans l'aval se poursuit. Total vient ainsi d'annoncer une adaptation de son maillage logistique en France et l'avenir des raffineries d'Ineos et de LyondellBasell (anciennement opérées par BP et Shell) est incertain. Il n'est pas évident, à ce stade, que ces actifs puissent intéresser Rubis, mais les réductions de capacités de stockage ou de l'activité des raffineries domestiques de façon générale entraîneront un surcroît d'activité pour ses installations existantes. Un investissement dans des infrastructures de pipelines, qui renforcerait le dispositif logistique de Rubis en France, est envisageable.

Par ailleurs, au niveau de l'activité, les actifs de Total et Shell en Corse sont en cours d'intégration (acquisition annoncée en octobre 2009 pour moins de 10 M€) et les volumes en Europe continentale bénéficieront de la vague de froid de cet hiver. Dans les Antilles françaises, où Rubis détient une participation de 24% dans la raffinerie SARA, les prix de vente fixés par arrêtés préfectoraux sont en cours de revalorisation. Pour compenser le manque à gagner par rapport à l'application des formules de marges administrées en 2009, un premier paiement de 44 M€ (soit 11 M€ par Rubis) serait intervenu en décembre dernier et le gouvernement aurait provisionné une enveloppe supplémentaire d'environ 50 M€ (Rubis : 12 M€). Nous relevons nos BPA en moyenne de 3,5% en 2010 et 2011.

▪ **Valorisation :** Les volumes du T4 09, qui seront publiés le 10/02/10, devraient montrer un fort rebond grâce à des températures particulièrement faibles. La société reste active dans sa recherche d'acquisitions relatives dans l'aval pétrolier tout en poursuivant une politique attractive de retour à l'actionnaire (rendement de 4,7%e). La société se traite encore avec un PE 10e de 12,6x représentant une décote de 14% par rapport à sa moyenne sur 5 ans. Nous relevons notre objectif de cours à 69 € (vs 67 €), basé sur une moyenne des comparables boursiers et d'un DCF et maintenons notre recommandation Renforcer.

Eléments financiers au 31/12

Rubis

Décomposition par activité (M€)	2007	2008	2009e	2010e	2011e	TMVA 08/11
Chiffre d'affaires	851,9	1 192,3	1 042,2	1 194,0	1 254,8	1,7%
Rubis Energie	685,9	894,4	720,9	839,2	883,2	-0,4%
Rubis Terminal	166,0	297,9	321,3	354,8	371,5	7,6%
Résultat d'exploitation corrigé	53,7	72,1	79,2	84,8	89,6	7,5%
Rubis Energie	32,4	42,6	47,3	49,0	50,7	6,0%
Rubis Terminal	27,2	34,7	37,9	41,9	43,9	8,1%
Elimination	-5,9	-5,2	-6,0	-6,0	-5,0	1,3%
Marge d'exploitation corrigée	6,3%	6,0%	7,6%	7,1%	7,1%	
Rubis Energie	4,7%	4,8%	6,6%	5,8%	5,7%	
Rubis Terminal	16,4%	11,6%	11,8%	11,8%	11,8%	

Compte de résultat (M€)	2007	2008	2009e	2010e	2011e	TMVA 08/11
Chiffre d'affaires	851,9	1 192,3	1 042,2	1 194,0	1 254,8	1,7%
<i>Variation</i>	<i>16,9%</i>	<i>40,0%</i>	<i>-12,6%</i>	<i>14,6%</i>	<i>5,1%</i>	
Croissance organique	-	-	-	-	-	
Excédent brut d'exploitation	79,8	97,5	108,5	116,5	122,0	7,8%
<i>Variation</i>	<i>24,7%</i>	<i>22,1%</i>	<i>11,4%</i>	<i>7,3%</i>	<i>4,8%</i>	
Résultat d'exploitation publié	53,7	72,1	79,2	84,8	89,6	7,5%
<i>Variation</i>	<i>21,5%</i>	<i>34,3%</i>	<i>9,9%</i>	<i>7,1%</i>	<i>5,6%</i>	
Résultat d'exploitation corrigé	53,7	72,1	79,2	84,8	89,6	7,5%
<i>Variation</i>	<i>21,5%</i>	<i>34,3%</i>	<i>9,9%</i>	<i>7,1%</i>	<i>5,6%</i>	
Marge d'exploitation	6,3%	6,0%	7,6%	7,1%	7,1%	
Résultat financier net	-6,5	-8,6	-9,7	-12,8	-12,5	
Résultat courant avant impôt	50,7	63,5	69,5	72,1	77,1	6,7%
Résultat exceptionnel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Impôt sur les sociétés	-11,0	-18,5	-19,3	-20,2	-21,6	
Amt. / dep. survaleurs	-	-	-	-	-	
Résultat des SME	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Intérêts minoritaires	-2,2	-2,3	-2,0	-2,0	-2,0	
Résultat net des activités cédées	-	-	-	-	-	
Résultat net part du groupe	37,5	42,7	48,2	49,9	53,5	7,8%
<i>Variation</i>	<i>23,2%</i>	<i>13,8%</i>	<i>12,8%</i>	<i>3,6%</i>	<i>7,2%</i>	
RNPG corrigé	37,5	42,7	48,2	49,9	53,5	7,8%
<i>Variation</i>	<i>37,6%</i>	<i>13,8%</i>	<i>12,8%</i>	<i>3,6%</i>	<i>7,2%</i>	

Tableau de financement (M€)	2007	2008	2009e	2010e	2011e	TMVA 08/11
MBA	68,2	71,0	75,9	79,6	84,7	6,0%
Investissements nets	62,5	-99,2	-92,0	-52,0	-55,0	-17,9%
Diminution (Augmentation) du BFR	-12,9	-23,8	-4,9	-4,7	-5,0	
Cash-flow disponible	117,8	-52,0	-21,0	22,9	24,7	ns
Investissements financiers	-60,3	-32,2	0,0	0,0	0,0	
Distribution	-19,0	-26,6	-27,5	-29,4	-30,5	4,7%
Augmentation de capital	65,9	18,5	0,0	0,0	0,0	
Produits de cessions	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	
Divers	-115,6	9,4	9,2	9,8	10,2	
Augmentation (Diminution) de la trésorerie	-11,1	-81,9	-39,3	3,3	4,3	
Endettement net	93,0	174,9	214,2	210,9	206,6	
Gearing	21,6%	38,2%	42,0%	37,4%	33,2%	

Historique des changements de recommandations sur Rubis sur les 36 derniers mois

Date	Recommandation	Précédente	Cours
03/06/2008	Renforcer	Alléger	61,10 €
14/11/2007	Alléger	Renforcer	67,37 €

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.

Les recommandations de Natixis Securities portent sur les 6 prochains mois et sont 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.

Au 26/01/2010, les recommandations de Natixis Securities 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	15,1%	0,3%
Renforcer	42,9%	2,0%
Alléger	39,4%	0,9%
Vendre	1,1%	0,0%

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 Securities. 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 Securities ne saurait être tenu responsable des conséquences d'une quelconque décision prise au regard des informations contenues dans ce document. Natixis Securities est une filiale de Natixis. Elle est réglementée par le CECEI, la Commission bancaire et l'Autorité des marchés financiers et a mis dans ce cadre 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 « Murailles de Chine » 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 Securities 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.

Ce document de recherche est distribué depuis le Royaume Uni par Natixis, Succursale de Londres, qui est reconnue par le Comité des Établissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement 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 le CECEI et réglementé par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour la conduite de ses activités en Allemagne.

Avertissement des sociétés liées à l'étranger - diffusion aux Etats-Unis.

Natixis Securities (Paris), 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 société sœur de Natixis Securities (Paris). Natixis Securities (Paris) 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 Securities (Paris), 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