

# Short List

mai 2011



**B\*CAPITAL**  
BNP PARIBAS



**Portzamparc**  
Société de Bourse

---

**Sommaire**

- 3 Entrées / Sorties
- 4 **GL events** : un newsflow offensif
- 5 **High Co** : accélération de la croissance par acquisition en Europe
- 6 **Mersen** : possible relèvement des guidances en cours d'exercice
- 7 **Orpea** : prime au leader
- 8 **Plastivaloire** : réduction de la décote sur l'actif net
- 9 Calendrier des publications
- 10 Performances
- 11 Règles de fonctionnement
- 12 Avertissements
- 13 Contacts

MERSEN  
ORPEA  
PLASTIVALOIRE

## Sélection mai 2011

	Cours au 03/05/2011	Mnémonique
GL EVENTS	26,06 €	GLO
HIGH CO	9,50 €	HCO
MERSEN	39,96 €	MRN
ORPEA	33,735 €	ORP
PLASTIVALOIRE	22,80 €	PVL

SOLUCOM  
TELEPERFORMANCE  
VET'AFFAIRES

## Thème d'investissement : un newsflow offensif

- **Confirmation de la croissance en 2011.** Objectif CA annuel 770M€, +7% vs n-1 récemment confirmé à l'occasion du T1
- **Un bon CA T1.** + 17% vs n-1 tiré par le Sirha et effet périmètre (Première Vision, Brelet et Slick Seating Systems)
- **Des annonces potentielles qui pourraient amener le groupe à revoir à la hausse ses objectifs annuels** sur : 1/ projet d'acquisitions, 2/ résultats sur contrats importants sur le pôle prestations de services Grands Evénements et 3/ résultats d'appels d'offres en gestion d'espaces.

**Valorisation : Objectif 30,5€ (DCF 29,8€, Comparables 31,2€) vs 26,06€ cours actuel. Acheter (1).**  
VE/ROP11 10,4x, PER11 14,4x. /VLS



## Thème d'investissement : accélération de la croissance par acquisition en Europe

- **Une position dominante sur le couponing (émission, clearing) qui se traduit dans les comptes.**

Un intermédiaire historique entre les acteurs de la grande distribution et les industriels des biens de consommation en France et en Belgique,

Une marge supérieure au secteur, mop 2010 17,2% vs 10/15%,

La relation contractuelle avec Casino confirmée,

Une génération régulière de cash flow (10M€ par an sur les 5 dernières années), 30M€ de cash net au 31/12,

Un tassement de la croissance organique sur le T1 2011 +0,5% vs +5%e.

- **Une part croissante du digital dans les revenus.**

30% de la marge brute d'ici 3 ans vs 15% aujourd'hui.

- **Accélération à venir de la croissance externe en Europe, le signal est donné.**

Enveloppe potentielle de 20M€ autofinancée sans déséquilibrer la structure financière du groupe (gearing, capex, pay out, PRA).

Base de valorisation envisagée : 7x VE/EBIT

Pays visés : Uk, Pays Bas, Europe Centrale.

Dupliquer sur ces marchés le modèle actuel : marketing opérationnel sur lieux de vente et couponing.

**Valorisation** : le titre présente une valorisation toujours modérée (PE11 12,4x, VE/ROP11 4,0). Il pourrait en outre bénéficier d'un bon newsflow au cours des prochains mois lié à l'évolution de son périmètre. Caractère spéculatif lié à la présence de WPP au capital (33% et 1<sup>er</sup> actionnaire).

**Obj 12,7€~~action~~** vs un cours actuel 9,5€ **Acheter (1)**. /VLS

## Thème d'investissement : possible relèvement des guidances en cours d'exercice

- **Un solide début d'année.** Le groupe a publié le 21 avril dernier un CA T1 en croissance de 24,7% (+14% à périmètre et change constants). La croissance a été soutenue par le solaire dont le chiffre d'affaires a quasiment doublé par rapport au T1 2010 grâce notamment à un contrat décroché auprès d'un équipementier américain à destination du marché chinois.
- **Un possible relèvement des guidances en cours d'exercice.** Nous pensons que le groupe a pris de l'avance sur son objectif de chiffre d'affaires annuel (rappel : croissance organique 2011 supérieure à 5%). Dans les Systèmes et Matériaux Avancés (44% CA), la croissance devrait être soutenue par un effet volume dans le solaire (marché sur lequel le groupe vise un CA 11 compris entre 90 et 100M€ vs 82M€ en 2010), l'électronique mais aussi la reprise attendue de la Chimie/Pharmacie. Dans les Systèmes et Composants Electriques (56% CA), la croissance devrait être alimentée par le solaire, l'éolien, l'électronique de puissance et le transport au S2, ainsi que par les différentes acquisitions réalisées en 2010.
- **Une amélioration des marges attendue en 2011.** Le groupe table sur un niveau de marge opérationnelle courante supérieur à 11% (vs 9,9% en 2010) grâce à : 1/ la poursuite d'un effet volume et 2/ la montée en rentabilité des récentes acquisitions du groupe (objectif ROCE de 20% à un horizon 3-5 ans), notamment sur M Schneider où un travail important de développement de synergies au niveau des ventes est mené.
- **Un recentrage sur des marchés porteurs.** La stratégie du groupe vise à recentrer son activité autour de deux axes de croissance : le développement durable et l'Asie. Il a ainsi pour objectif de réaliser 50% de son CA dans le développement durable, 25% dans les énergies alternatives et 30% en Asie.

**Objectif de cours : 44€/action** vs 40€ cours actuel. **Renforcer (2)** – Multiples de valorisation : P/E11 16x, VE/ROP 10,8x. /JBB

## Thème d'investissement : prime au leader

- **Le leader européen de la prise en charge globale de la dépendance**
  - Près de 35 000 lits
  - 364 établissements
- **Une dynamique de croissance rentable éprouvée**

CA x6 en 8 ans avec un niveau de marge opérationnelle à deux chiffres
- **Des objectifs CA 2011 conservateurs (rappel : CA +25% vs n-1)**

Un possible relèvement des guidances suite au T1 11

Vigilance sur l'évolution des marges sur une année d'intégration : mopc 13,2%CA vs 13,5% n-1
- **Des reclassements récents dans le secteur qui montrent un intérêt des investisseurs**

4,7% du capital d'Orpéa cédés par Sempré, taux de souscription x2, faible décote 5%

14,6% de Médica cédés par BC Partners

**Valorisation** : un dossier santé "solide", une prime de l'ordre de 20% sur le secteur justifiée par le leadership. Un parcours récent sans relief (sous-performance -6% vs CAC sur 3 mois, -7% sur 12 mois). **Objectif 37,4€action** (DCF, comparables) vs 33,74€ cours actuel, **Renforcer (2)**. /RF

## Thème d'investissement : réduction de la décote sur l'actif net

- **Un des principaux fournisseurs de pièces plastiques en Europe suite à l'acquisition de Bourbon (~200M€ de CA).** Cette acquisition finalisée en mars dernier double le chiffre d'affaires de Plastivaloire (~400M€ en année pleine) et lui apporte : 1/ un positionnement sur le marché en croissance des pièces techniques décorées à destination de l'automobile, 2/ un outil de production moderne nécessitant peu d'investissements lors des prochaines années et 3/ des synergies importantes dans l'achat des matières premières ou la R&D.
- **Une poursuite probable des opérations de croissance externe.** Avec le soutien du Fonds de Modernisation des Equipementiers Automobiles (FMEA), le groupe compte jouer un rôle fédérateur dans un secteur en voie de consolidation, notamment à travers la réalisation possible d'une opération de croissance externe en Allemagne. Avec un gearing proche de 31% attendu en fin d'exercice (clôture 30 septembre), le groupe en a les moyens.
- **Une hausse attendue de la rentabilité.** La remontée progressive de la rentabilité des deux dernières acquisitions réalisées par le groupe (Automotive Plastics et Bourbon) ainsi que les synergies à venir devraient contribuer à soutenir la marge opérationnelle courante du groupe sur les prochains exercices.
- **Une décote sur l'actif net importante.** Nos hypothèses font apparaître une décote actuelle sur l'actif net proche de 50%. Le PE ressort à 8,7x pour 2012.

**La dernière acquisition du groupe devrait lui permettre de devenir un acteur majeur dans la conception et la fourniture de pièces plastiques. La décote sur l'actif net est importante. Acheter (1), objectif 26,9€/action vs 22,8€ cours actuel. /JBB**

2011

**Plastivaloire**

**CA S1 le 16 mai**

**High Co**

**MB S1 le 19 juillet**

**Orpea**

**CA S1 le 19 juillet**

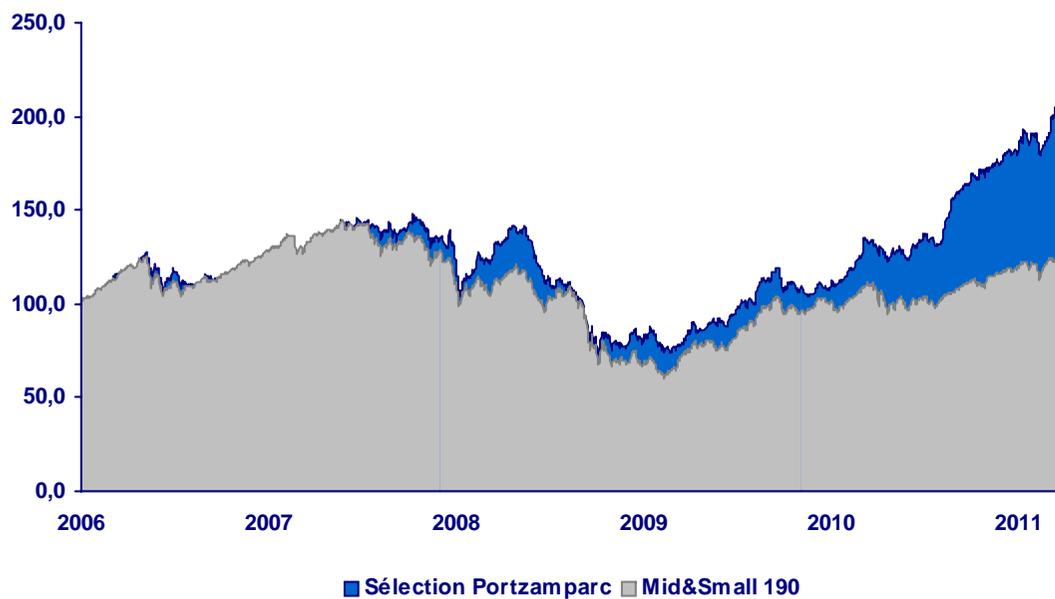
**Mersen**

**CA S1 le 20 juillet**

**GL events**

**CA S1 le 28 juillet après Bourse**

**Evolution de la sélection  
depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2006**



	Short List	Mid&Small 190
Sélection avril 11	<b>+6,7%</b>	+1,1%
Depuis janv. 11	<b>+14,4%</b>	+6,7%
Depuis janv. 10	<b>+86,6%</b>	+24,2%
Depuis janv. 09	<b>+140,9%</b>	+69,8%
Depuis janv. 08	<b>+54,1%</b>	+7,3%
Depuis janv. 07	<b>+72,3%</b>	-2,8%
Depuis janv. 06	<b>+102,6%</b>	+25,6%

**1**

Les 5 valeurs sont sélectionnées sur la base de deux approches complémentaires : excellents fondamentaux et potentiel boursier court terme

**2**

Liquidité : flottant >10M€

**3**

La performance indiquée est calculée sur les cours de clôture de la veille de la publication. Elle est donnée à titre indicatif et ne correspond pas à une performance de gestion (cours moyen d'achat / vente des titres, frais de Bourse, coupon)

**4**

Pondération : 20% pour chaque valeur

**5**

Entrées/Sorties : tous les mois

**6**

Une sortie de la Short List ne constitue pas une dégradation de la valeur. Son évolution boursière à court terme est simplement jugée moins attractive que celle des 5 autres valeurs

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation) est accessible sur :

Clientèle institutionnelle : <http://www.midcaps.portzamparc.fr/avertissements/>

Clientèle privée : <https://www.b-capital.com/euroWebBc/servlets/embeddedSourcesServlet?contentType=pdf&contentExtId=bcnps27236838&iframe=yes>

	Intérêt personnel de l'analyste	Conflit d'intérêt Portzamparc/Emetteur	Intérêts financiers Portzamparc/Emetteur	Contrat de liquidité	Service d'investissements	Autre conflit d'intérêt
GL events	NON	NON	NON	NON	NON	NON
High Co	NON	NON	NON	NON	NON	NON
Mersen	NON	NON	NON	NON	OUI	NON
Orpea	NON	NON	NON	NON	NON	NON
Plastivaloire	NON	NON	NON	OUI	OUI	NON

## AVERTISSEMENTS

Cette recommandation d'investissement diffusée par B\*capital a été élaborée par Portzamparc. B\*capital est soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication. Elle s'appuie sur des informations et des études de place considérées comme fiables à la date de leur diffusion mais aucune attestation ou garantie, expresse ou tacite, n'est donnée quant à la fiabilité ou au caractère complet de ces informations qui ne doivent pas être exploitées comme telles. La recommandation est susceptible d'évolution ou d'invalidation à tout moment sans que B\*capital, ne puisse en informer au préalable le Client. B\*capital, ne garantit donc pas ces éléments et ces communications ne peuvent engager la responsabilité de B\*capital.

Les placements sur les instruments financiers sont susceptibles de variation à la hausse et à la baisse et présentent un risque de perte en capital. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et elles ne sont pas constantes dans le temps.

La communication ne constitue pas une incitation à investir. Elle ne fait pas autorité ni ne peut se substituer au jugement propre des investisseurs et n'est pas censée être l'unique base d'évaluation des stratégies ou instruments financiers présentés. L'investisseur doit consulter avant tout investissement le prospectus simplifié ou tout document d'information relatif à l'instrument financier.

La communication s'adresse à une clientèle autonome et avertie, disposant d'une bonne connaissance des marchés et outils boursiers, acceptant les aléas boursiers. Le Client est seul juge de l'opportunité des opérations qu'il pourra être amenées à conclure et doit apprécier ses choix d'investissement en fonction de sa situation financière, de son expérience et de ses objectifs en matière de placement ou de financement (notamment degré d'acceptation du risque de perte et durée d'investissement envisagée).

Le présent rapport est confidentiel et reste la propriété de Portzamparc. Il n'est communiqué qu'à un nombre de destinataires sélectionnés et ne peut être communiqué à quiconque (ni en totalité ni en partie) sans l'autorisation écrite préalable de Portzamparc ou B\*capital. B\*capital relève de l'autorité de l'AMF. La politique de gestion des conflits d'intérêts de B\*capital est disponible sur : [www.b-capital.com](http://www.b-capital.com)