

décembre 2013

- | | | | |
|---|---|----|-----------------------------|
| 2 | Entrées/Sorties | 8 | Calendrier des publications |
| 3 | Bonduelle : des atouts dans un contexte dégradé | 9 | Performances |
| 4 | Bourbon : la flotte est mal valorisée | 10 | Règles de fonctionnement |
| 5 | GL events : le Brésil tirera la croissance en 2014 | 11 | Avertissements |
| 6 | Lacroix : une valorisation attractive | | |
| 7 | Sqli : un dossier sous-valorisé avec une dynamique retrouvée | | |

Entrées / Sorties

(+) LACROIX
SQLI

		Cours au 03/12/2013
BONDUELLE	BON	19,1€
BOURBON	GBB	19,0€
GL EVENTS	GLO	17,3€
LACROIX	LACR	14,8€
SQLI	SQI	14,8€

(-)

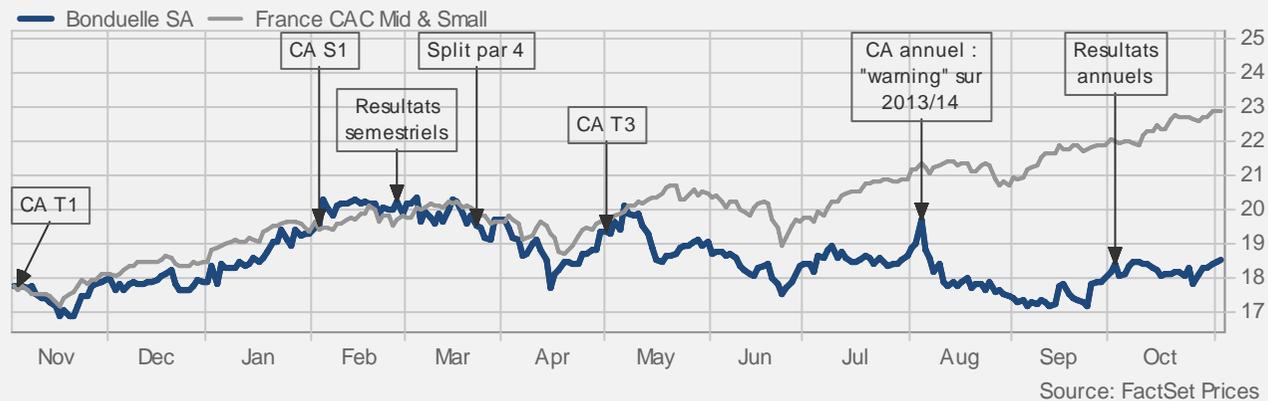
SOLUCOM - Renforcer (2), dernier obj. 32,0€

Progression des résultats semestriels supérieure aux attentes, la stratégie offensive devrait de nouveau être payante en 2014 mais nous n'identifions pas de catalyseur sur le mois à venir

VILMORIN - Renforcer (2), dernier obj. 100,0€

Après une bonne publication en novembre (CA T1), l'absence de newsflow sur décembre nous incite à sortir la valeur

Les risques liés à l'exercice 2013/14 sont désormais bien intégrés dans le cours



Le bon T1 devrait trancher avec la "morosité" des précédentes publications

- Effet de **base** favorable (T1 n-1 -1% à pcc)
- Effets de **rattrapage** de volumes sur des **contrats MDD**
- Plein impact des **hausse de prix** obtenues (~+8%) à marques propres sur les activités Long Life Europe (conserves + surgelés)
- Poursuite de la montée en puissance d'**Allens** aux USA
- Dynamisme des activités **orientales** (Russie/CEI)

Objectif de cours : 22,5€/action vs cours actuel à 19,1€, Acheter (1).

Multiples de valorisation : PER juin14e 13,1x, VE/ROP juin14e 11,6x. /RF

Les services offshore proposés par Bourbon se divisent en 2 catégories :

- 1/ les services traditionnels à l'offshore (support, transport de personnel, remorquage) – environ 80% CA,
- 2/ une activité de services sous-marins (ingénierie et management, navires IMR, robots sous-marins) – environ 20% CA.

Tous les voyants sont au vert dans l'opérationnel

- Bons résultats opérationnels au S1 : EBITDA +22% à 220M€, EBIT +44% à 92M€
- Augmentation des tarifs journaliers et efforts sur les coûts comme principaux leviers
- La lisibilité des prochaines publications est perturbée par les cessions de navires en cours
- T3 en ligne avec nos attentes (+8,6% dont +14,3% à tcc) mais le consensus était trop optimiste

Des changements majeurs sont en cours

- La 1^{ère} partie du plan de cession (1,5MM\$ sur 2,5MM\$) permettra de désendetter la société et de dégager des PV (environ 180M\$)
- La baisse des investissements permettra de passer en FCF positifs et de réduire les coûts d'exploitation liés à leur réception
- En 2015, Bourbon devrait avoir un gearing < 50% (vs 146% fin 2012) et un ratio DN/EBITDA <2 (vs 5,4 fin 2012)
- Le paiement des loyers en \$ offrira une couverture naturelle
- Jacques de Chateaufort a récemment confirmé sa volonté de rester au capital du groupe
- Un plan de développement post-2015 se ferait en maintenant des cash-flows positifs
- Le titre se paye actuellement sous la valeur de la flotte au bilan alors que PV latentes à deux chiffres

Objectif de cours 26,8€/action vs cours actuel à 19,0€, Acheter (1).

Multiples de valorisation : VE/ROC14e 20,8x, PE14e 17,8x. /NRO

Des perspectives attractives au Brésil

- Forte accélération de l'activité au Brésil en 2013 (107M€e vs 65M€ n-1)
- En dépit de la dépréciation du réal brésilien, nouvelle progression sensible attendue en 2014 (CA 185M€e), portée par la Coupe du Monde et la montée en puissance d'Imigrantes (concession obtenue sur 30 ans à Sao Paulo en juillet dernier)

Des leviers sur les marges pour 2013 et 2014

- La bonne performance du Sirha en 2013 alors que l'activité supplémentaire réalisée au moment des JO en 2012 était peu margée
- La réduction de la perte en Italie et en Hongrie (-5,5M€e en 2013 vs -8M€ en 2012). Travail en cours afin d'ajuster le périmètre géographique
- La croissance au Brésil (+42M€e en 2013 et +78M€e en 2014) où la rentabilité devrait continuer à être élevée, (14/15%) selon nous
- Effet rattrapage sur les cessions qui ont pris du retard sur les 9 premiers mois de 2013

Une contre-performance du titre à saisir

- -7% de performance relative sur 3 mois
- Un dirigeant à l'achat (Polygone, Personne Morale liée à Olivier Ginon, PDG, 550K€ d'achats en octobre)
- Une valorisation qui n'intègre pas, selon nous, la croissance à venir des résultats

Objectif de cours : 21,0€/action vs cours actuel à 17,3€, **Acheter (1).**

Multiples de valorisation : PER14e 11,4x, VE/ROP14e 9,0x. /JBB

Vers un newsflow mieux orienté

- L'activité du groupe a rebondi de +9,2% sur son S2 (clôture à fin septembre), tirée par le rebond de +20,5% de la branche Electronique (55%CA)
- La croissance de l'Electronique (sous-traitance petites et moyennes séries) devrait se poursuivre, portée par la montée en puissance des contrats gagnés sur les précédents exercices

Des leviers sur les marges pour 2014

- Les résultats de la branche Electronique devraient progresser en 2014 (MOP 1,4%e +100bp), tirés par la réduction des pertes en Allemagne et dans les Etudes, ainsi qu'un meilleur amortissement des coûts fixes permis par la hausse d'activité (+10%e)
- Le maintien d'un niveau de rentabilité élevé dans la branche Télégestion, proche de 24% de MOC
- Les mesures d'adaptation prises dans la branche Signalisation : redimensionnement de l'Espagne, ajustements dans les Services, mise en place de mesures de productivité dans le process industriel

Une valorisation attractive

- Une décote de 50% sur les fonds propres alors même que le groupe n'a jamais publié de résultat net négatif sur les 10 derniers exercices (minimum 3,7% de MOC en 2009)
- Des multiples de valorisation bien inférieurs à ceux du marché M&S (PE 14e 7,0x vs 13,5x pour le M&S)

Objectif de cours : 19,0€/action vs cours actuel à 14,8€, **Acheter (1).**

Multiples de valorisation : PER14e 7,0x, VE/ROP14e 6,2x. /JBB

Capitalisant 50M€ et réalisant >150M€ de CA, SQLI offre des prestations :

1/ d'ingénierie informatique (2/3CA, intégration/optimisation applicatifs métiers, intranet/extranet...)

2/ de conseil e-marketing (1/3CA, agences web, CRM...)

Un chapitre difficile de l'histoire du groupe en passe d'être clos

- CA +3% org. au T3 après 10 trimestres consécutifs de décroissance organique entre janvier 2011 et juin 2013
- Cession/arrêt début 2013 de 5 activités déficitaires
- Hausse progressive des marges avec le recours croissant à la plateforme offshore du Maroc
- Nouveau DG ex-IBM avec un plan de développement ambitieux dans le conseil e-marketing
- Moyens financiers fortement renforcés par la cession de l'activité périphérique Idéosanté pour 6M€
→ trésorerie nette ~14M€ fin 2013 → recrutements et acquisitions ciblées à venir
- Le marché du conseil IT sur la voie d'une reprise progressive (2014 +1,4% vs 2013 -0,3%, source Syntec)

Une valorisation très attractive...

- PE14e 6,9x vs 15,6x pour le CAC Small
- VE/ROP 14e 2,9x vs 10,1x pour le CAC Small

...sur un scénario pourtant prudent

- MOP 2016e 6,3% vs objectif du management 8-10%
- TCAM CA 2013-2016 +6,6%e vs obj. >10%

Stratégie à nouveau offensive servie par des moyens financiers renforcés et reprise progressive du marché plaident pour une revalorisation franche du titre

Objectif de cours 20,0€/action vs cours actuel à 14,8€, Acheter (1).

Multiplés de valorisation : VE/ROP14e 2,9x, PE14e 6,9x. /MD

Calendrier des publications

Lacroix - RN annuel le 6 janvier après Bourse

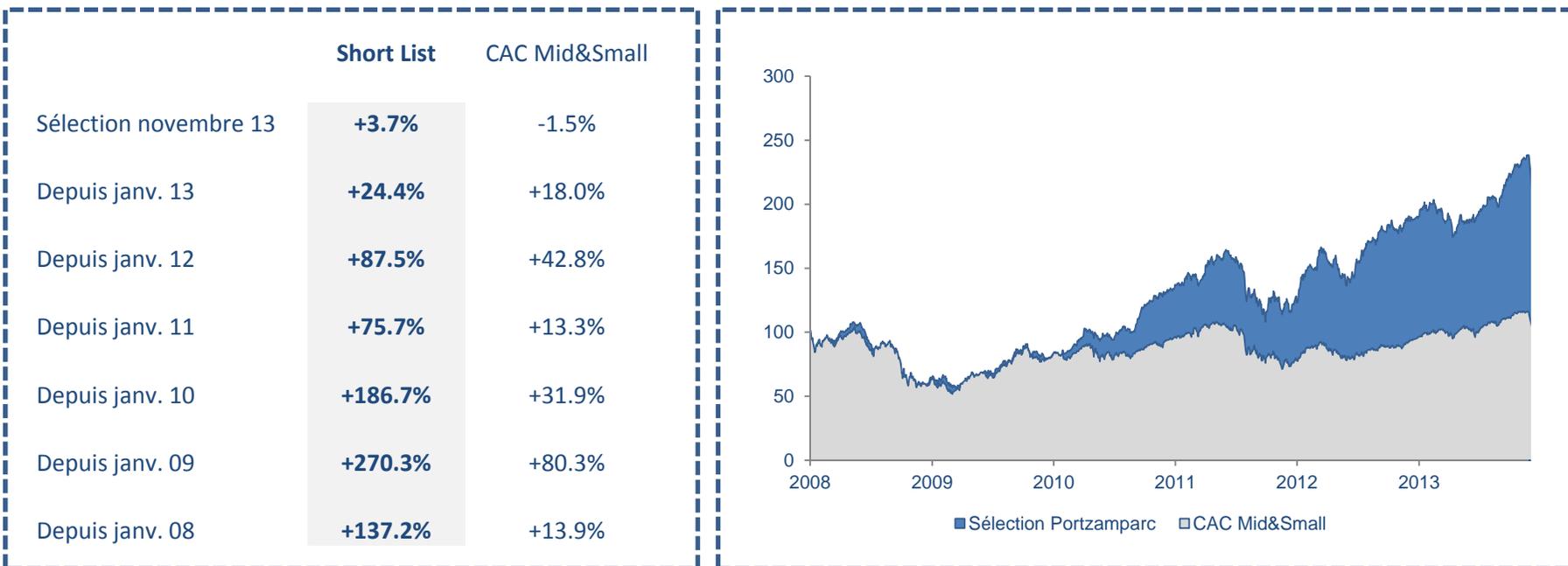
GL events - CA annuel le 28 janvier après Bourse

Bourbon - CA annuel le 5 février avant Bourse

Bonduelle - CA S1 le 6 février après Bourse

Sqli - CA annuel le 13 février après Bourse

Performances depuis janvier 2008



Règles de fonctionnement

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

Avertissements

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 www.midcaps.portzamparc.fr/ (clientèle institutionnelle) ou auprès de votre conseiller habituel (clientèle privée).

	Intérêt personnel de l'analyste	Conflit d'intérêt Portzamparc/Emetteur	Intérêt financier Portzamparc/Emetteur	Contrat de liquidité	Service d'investissements	Autre conflit d'intérêt
Bonduelle	NON	NON	NON	NON	NON	NON
Bourbon	NON	NON	NON	NON	NON	NON
GL events	NON	NON	NON	NON	NON	NON
Lacroix	NON	NON	NON	OUI	OUI	NON
Sqli	NON	NON	NON	NON	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