

Novembre 2014

- | | | | |
|---|--|----|-----------------------------|
| 2 | Entrées/Sorties | 8 | Calendrier des publications |
| 3 | Ipsos : une valorisation à la casse | 9 | Performances |
| 4 | Orpea : une valeur défensive mais avec du potentiel | 10 | Règles de fonctionnement |
| 5 | Rubis : vers un retour de la croissance des BPA | 11 | Avertissements |
| 6 | Sqli * : mettre à profit le recul du titre | | |
| 7 | Vilmorin : anticiper une revalorisation du titre | | |

* *Eligible PEA-PME*

Entrées / Sorties



ORPEA
RUBIS
SQLI

Cours au
04/11/2014

IPSOS	IPS	20,7€
ORPEA	ORP	48,2€
RUBIS	RUI	46,1€
SQLI	SQI	16,4€
VILMORIN	RIN	79,0€

GL EVENTS - Acheter (1), dernier obj. 22,5€

Pas de catalyseur identifié sur le mois



SARTORIUS-STEDIM B. - Renforcer (2), dernier obj. 145,0€

Bonne performance boursière réalisée en octobre et absence d'un newsflow spécifique identifié

SOLUCOM - Acheter (1), dernier obj. 46,0€

Continue de surprendre favorablement avec un T2 supérieur aux attentes malgré un contexte sectoriel moins favorable qu'espéré en début d'année. La prime de valorisation sur le secteur des SSII se justifie par le niveau et la régularité de la croissance ainsi que par des marges nettement supérieures

Le groupe a rassuré lors de la publication du T3

- Le groupe a retrouvé une croissance organique stable au T3 (+0,2% pcc) après le trou d'air enregistré au T2 (-1,1% org), notamment sur la zone Amériques (39%CA, rappel T3 stabilité vs T2 -5%)
- Le groupe a confirmé sa guidance d'une stabilité ou légère croissance organique de ses ventes en 2014
- L'effet devises devrait être très positif au T4

Une rentabilité qui, même stable, devrait rester à un niveau élevé

- Le management attend une rentabilité stable en 2014 (MOC 10,6%e)
- Effet positif des nouvelles technologies sur les coûts de collecte
- Optimisation de la nouvelle structure grâce au plan de combinaison (-6% de frais généraux en 2013)

Une valorisation à la casse

Sur la base d'une croissance organique nulle et d'une MOC stable, PE14e 8,8x, VE/ROP14e 8,0x alors même que :

- le groupe bénéficie de leviers de croissance qui lui permettront de croître : le positionnement sur les émergents (35%CA) et les nouveaux métiers (7%CA) comme les neurosciences, le big data ou le mobile
- le management est confiant dans sa capacité à continuer de faire progresser sa rentabilité. Un nouveau plan stratégique devrait être dévoilé au marché début 2015 avec un objectif de rentabilité qui pourrait être proche de la précédente guidance (rappel MOC 15% avant la fin de la décennie)
- la génération de cash devrait être élevée (FCF yield >10% sur les 3 prochaines années)

Objectif de cours : 33,0€/action vs cours actuel à 20,7€, Acheter (1).

Non éligible PEA-PME - Multiples de valorisation : PER14e 8,8x, VE/ROP14e 8,0x. /JBB

Du qualitatif à tous les niveaux

- **Réservoir** de 8 600 lits soit ~20% du parc en exploitation
- Une part croissante des lits matures (83% en 2014 vs 79% en 2013)
- Une **baisse régulière** du **coût d'endettement**
- L'**international** comme source de développement → **coûts** d'acquisition de lits **plus faibles**
- Phase intense de **capex** passée
- Poursuite des **cessions** immobilières



CROISSANCE
+6/7%/an org.



RENTABILITE
BPA +15%/an sur 2013-16



ENDETTEMENT

Une configuration boursière favorable

- Un parcours récent **modeste** : -5,5% sur 6 mois, dans la lignée du M&S
- Pas de surchauffe du côté de la valorisation : PE 2014 ~21x vs ~23x pour Korian-Medica

Une bonne publication à venir (05 nov. après Bourse)

- Un **T3** en **forte croissance** (+28%e)
- Une croissance **organique** soutenue (+5,8%e)
- Une contribution forte des **récentes acquisitions** : Senevita en Suisse et Silver Care en Allemagne

Objectif de cours : 56,0€/action vs cours actuel à 48,2€, **Renforcer (2)**.

Non éligible PEA-PME - Multiples de valorisation : PER14e 20,8x, VE/ROP14e 14,5x. /RF

Hausse des volumes attendue au T3 (05/11/2014)

- CA T3 estimé à 673M€ -2%. Par division : Energie 601M€ -2% et Terminal 71,4M€ -3%
- La baisse des prix du propane et du pétrole affecte le CA mais ne pénalise pas la marge
- Les indicateurs à suivre : les volumes (attendus à +8,6%) et les facturations Stockage (attendues à +5%)

Résultats du S1: un point bas avant le rebond

- Baisse des agrégats au S1 (ROC -9%, RNPG -7%) concentrée sur la partie Energie (ROC -13%) affectée par des éléments externes (météorologie, nouveau décret aux Antilles). A périmètre constant et hors exceptionnels, le ROC aurait progressé de 5% et le RN de 8%
- Nous attendons un rebond au S2 qui rattrapera le S1 pour des résultats 2014 équivalents à 2013 grâce : à 1/ la poursuite du redressement de la rentabilité en Afrique, 2/ la contribution des actifs récemment acquis (Portugal, Suisse) et 3/ des marges unitaires qui restent stables à un niveau élevé
- Retour en 2015 à une croissance normative des BPA (+9%e)

Poursuite de la stratégie de croissance externe

- Une douzaine d'opérations significatives depuis 2010, essentiellement dans la partie Energie
- Bilan solide (DFN 343M€ fin juin, gearing 30%, DFN/EBITDA 1,5x2014e)
- Négociation exclusive avec Total pour rachat de sa participation dans SARA à un prix très attractif (6,5xRN)

Objectif de cours : 49,4€/action vs cours actuel à 46,1€, Renforcer (2).

Non éligible PEA-PME - Multiples de valorisation : PER14e 17,6x, VE/ROP14e 12,7x. /NRO

Capitalisant 60M€ et réalisant >150M€ de CA, SQLI veut devenir une référence en digitalisation des entreprises
1/ ingénierie informatique (2/3CA, intégration/optimisation applicatifs métiers, intranet/extranet...)
2/ conseil e-marketing (1/3CA, agences web, CRM...)

L'offre marketing digital monte en puissance avec les acquisitions de Naxeo et LSF Interactive

- Apport de compétences réellement complémentaires avec de belles synergies commerciales possibles
→ schématiquement, on peut imaginer un internaute amené par LSF sur un site créé et/ou optimisé par SQLI et animé par Naxeo
- Effet taille : +14M€e de CA en année pleine soit ~9% de SQLI et ~1/4 de Wax Interactive, la branche dédiée au digital
- Impact positif sur les marges : EBITDA Naxeo 16% et LSF 8% vs 6% pour SQLI en 2013

Nous attendons un bon T3 qui confirmera le potentiel de croissance rentable après un S1 affecté par des facteurs ponctuels

- Maintien d'une croissance organique supérieure à +5%
- Confirmation de l'objectif de ROC S2 en progression par rapport au S2 2013

Une valorisation particulièrement attractive ...

- PE15 <7,5x / VE/ROP 15 <4x

...pour des objectifs ambitieux mais que nous jugeons atteignables

- Guidance MOC 2016 8-10% vs 4,8% en 2013 (potentiel composante "SSII" >8%e, composante digital >10%e selon nous)
- Atteinte d'un trend de croissance à deux chiffres à cet horizon

Réorganisé et avec une offre complétée, le groupe peut maintenant mettre en place sa stratégie agressive dans le digital

Objectif de cours 25,7€/action vs cours actuel à 16,4€, Acheter (1).

Eligible PEA-PME - Multiples de valorisation : PER14e 14,8x, VE/ROP14e 8,4x. /MD

La baisse récente du titre comme opportunité

- Le titre est remonté de 70€ à 80€ mais reste encore **loin des 105€** atteints en juin
- **A ~16x en PE-juin15**, la valorisation est faible pour ce dossier (PE de 20x en moyenne sur les 5 dernières années)
- Une **décote** par rapport au marché, situation rare qui n'a jamais duré dans le passé

Les mauvaises nouvelles ont été purgées

- Le titre a pâti : 1/ d'un mauvais **T4** sur les Grandes Cultures, 2/ de résultats 2013/2014 pénalisés par les **devises** et 3/ de perspectives modestes sur les Grandes Cultures en lien avec les **conditions de marché** (cours des matières 1^{ères} bas, baisse des surfaces cultivées)
- La sanction boursière nous semble **exagérée**

Des perspectives 2014/15 qui restent favorables

- Les **perspectives** 2014/15 sont **honorables** (objectifs : > +3% sur les Grandes Cultures, > +5% sur les Potagères, MOC 10%)
- Le groupe a montré sa capacité à **gagner des parts de marché** (GC + POT) y compris en période difficile
- Des effets **devises** beaucoup **moins pénalisants** cette année

Une publication à venir (05 nov. après Bourse) pour remettre le dossier en lumière

- Un T1 non significatif sur les Grandes Cultures mais qui devrait confirmer la **bonne tendance des Potagères**

Dernier objectif de cours : 90,0€/action vs cours actuel à 79,0€, Renforcer (2).

Non éligible PEA-PME - Multiples de valorisation : PERjuin15e 16,7x, VE/ROPjuin15e 15,0x. /RF

Calendrier des publications

Orpea - CA T3 le 5 novembre avant Bourse

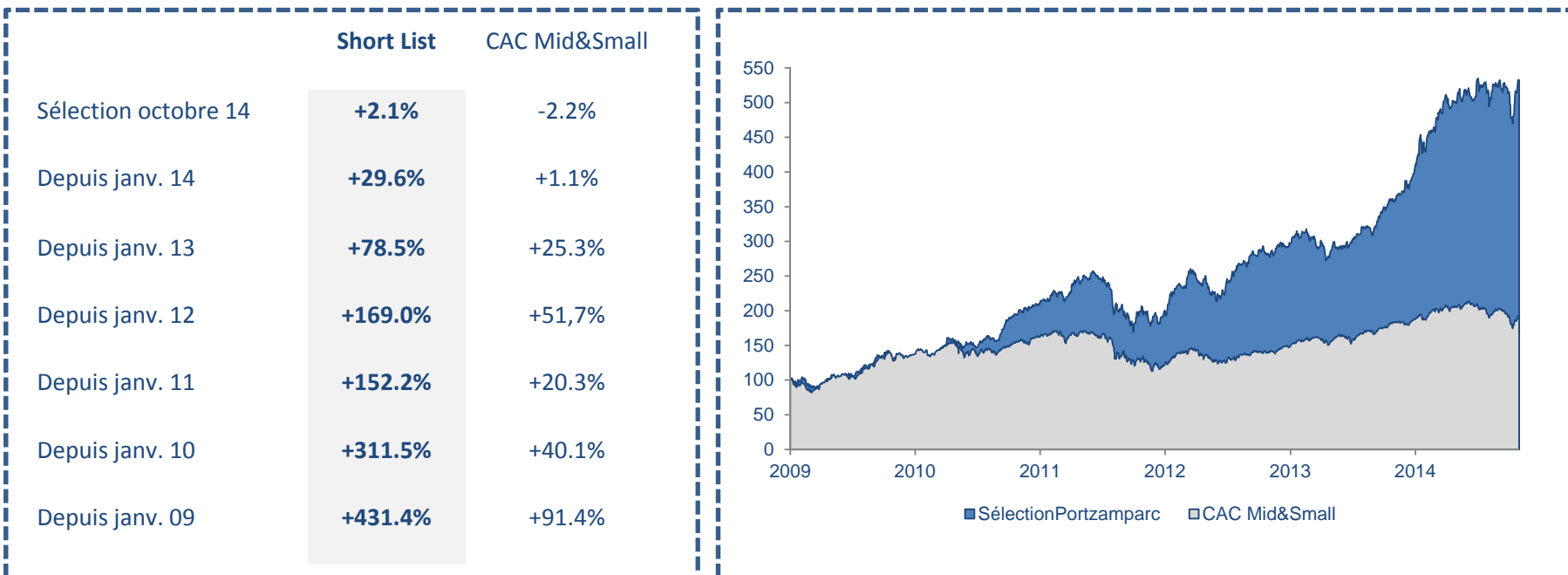
Rubis - CA T3 le 5 novembre après Bourse

Vilmorin - CA T1 le 5 novembre après Bourse

Sqli - CA T3 le 13 novembre après Bourse

Ipsos - RN annuel le 24 février après Bourse

Performances depuis janvier 2009



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).

A défaut de critères précis édictés par voie législative ou réglementaire, le Groupe Portzamparc se positionne sur l'éligibilité ou pas des actions au PEA-PME sur la base de son interprétation de l'esprit de la Loi de Finance. Ce faisant, la responsabilité du Groupe Portzamparc ne saurait être engagée dans l'hypothèse où il commettrait une erreur d'appréciation.

	Intérêt personnel de l'analyste	Conflit d'intérêt Portzamparc/Emetteur	Intérêt financier Portzamparc/Emetteur	Contrat de liquidité	Service d'investissements	Autre conflit d'intérêt
Ipsos	NON	NON	NON	NON	NON	NON
Orpea	NON	NON	NON	NON	NON	NON
Rubis	NON	NON	NON	NON	NON	NON
Sqli	NON	NON	NON	NON	OUI	NON
Vilmorin	NON	NON	NON	NON	NON	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