

Cours : 49,72€ 20 Juillet 2018

Objectif : 53,90€

RENFORCER (2)

contre Conserver (3)

Marché
Euronext - Comp. A
ISIN / Mnémonique FR0013269123 / RUI
Reuters / Bloomberg RUBF.PA / RUI:FP
Indice CAC Mid 60
Eligibilité PEA-PME Non

Capitalisation (M€) **4 813,4**
Flottant (%) 86,0%
Nbre de Titres (Mio) 96,811
Date de clôture 31-Déc

Actionnariat
Associés commandités et 2,3%
Orfim 5,3%
FCP Rubis Avenir 1,2%
Groupe industriel Marcel 5,2%

	17	18e	19e
PER	17,7	16,9	16,3
PCF	12,7	11,1	10,7
VE/CA	1,4	1,1	1,1
VE/ROP	14,6	13,4	12,5
PAN	2,4	2,2	2,1
Rendement	2,7%	3,0%	3,1%
Free Cash Flow Yield	2,0%	2,3%	6,5%
ROACE	17,3%	16,5%	16,7%

CA	3 932,7	4 865,0	4 975,7
CA précédent	3 932,7	4 881,2	4 992,7
var. n/n-1	30,9%	23,7%	2,3%
EBE	496,1	545,6	568,0
ROC	368,0	408,8	427,7
% CA	9,4%	8,4%	8,6%
ROP	370,2	408,8	427,7
% CA	9,4%	8,4%	8,6%
RN Pdg publié	265,6	287,3	299,0
% CA	6,8%	5,9%	6,0%

BNPA	2,83	2,94	3,06
BNPA précédent	2,83	3,26	3,40
var. n/n-1	24,3%	4,0%	4,1%
BNPA Cor	2,83	2,94	3,06
ANPA	20,7	22,1	23,3
Dividende net	1,50	1,55	1,62

Gearing 33,0% 28,3% 21,2%

Nicolas Royot, CFA, Analyste Financier

+33 (0)1 40 17 50 43
royot@portzamparc.fr

L'été meurtrier

Suite à la forte baisse du titre (-23% depuis la publication du T1 le 09/05), nous avons fait le point avec le management et mis à jour nos estimations. Le contexte opérationnel globalement favorable reste inchangé après un T1 qui avait mis en exergue certains éléments défavorables. La sanction boursière nous semble excessive et la publication des résultats S1 le 12 septembre pourrait rassurer le marché.

Un début d'année difficile: les premiers mois ont été décevants dans la division Terminal alors que la distribution d'Energie a confirmé sa solidité en début d'année. Comme attendu après un T1 en dessous de nos attentes (cf notre flash du 11/05/18) le titre a été sous pression depuis cette publication.

La correction boursière s'est accélérée dernièrement alors qu'aucun élément nouveau amené à pénaliser la performance opérationnelle du groupe n'est apparu. Les facteurs négatifs affectant le groupe en ce début d'année sont identifiés :

- Forte baisse de la contribution du dépôt en Turquie : absence de contango et fin des opérations de transit liées au pétrole du Kurdistan irakien;
- Retour de l'embargo américain sur l'Iran, alors que Rubis vient de racheter FCG, une société productrice de bitumes dans ce pays;
- Pertes de contrats non encore compensées et baisse de l'activité traders dans le terminaling en France

Ces éléments ont par ailleurs **une portée financière limitée**, que nous estimons à moins de 5% de l'EBITDA du groupe Rubis :

- Le dépôt turc pourrait voir sa contribution aux résultats réduite de 10 à 15M€, soit <3% de l'EBITDA de Rubis.
- La société iranienne, rachetée fin 2017, n'avait pas encore été consolidée et avait généré <2M€ d'EBITDA en 2017, soit <0,5% de l'EBITDA du groupe.
- La baisse des facturations de la partie Stockage de produits pétroliers en France sera partiellement compensée par des extensions de capacités et la bonne tenue des autres produits (Chimie, mélasse-oléagineux...). Au final, nous tablons sur une baisse de l'EBITDA de l'ordre de 3/4M€ sur ce segment (<1% de l'EBITDA du groupe).

Quels catalyseurs ? L'été devrait rester calme mais nous considérons que la publication des résultats semestriels le 12 septembre pourrait être l'occasion pour le management de rassurer le marché et de redynamiser le titre. Par ailleurs, le M&A reste un axe fort de la stratégie de Rubis. Nous estimons la capacité d'acquisition de Rubis à environ 600M€ hors augmentation de capital.

La sanction boursière nous semble excessive sur un groupe qui a prouvé sa capacité : 1/ à faire progresser ses résultats (TCAM >10% des BPA en 10 ans) ; 2/ à réaliser des acquisitions relatives ; 3/ à absorber les éléments adverses grâce à une forte diversification géographique et de métiers. **Nous conseillons de profiter de ce point d'entrée et repassons à Renforcer (2) vs Conserver (3), avec un TP de 54,6€ par action (upside de 8%).** Les ratios 2018 (VE/EBITDA ≈10,0x, VE/EBIT≈13,4x et PER ≈16,7x) sont globalement en ligne avec les multiples historiques 5 ans et 10 ans (VE/EBITDA ≈10x, VE/EBIT≈14x et PER ≈16x) et laissent un peu de place pour une revalorisation avec la croissance attendue des résultats et un M&A relatif.

Table des matières

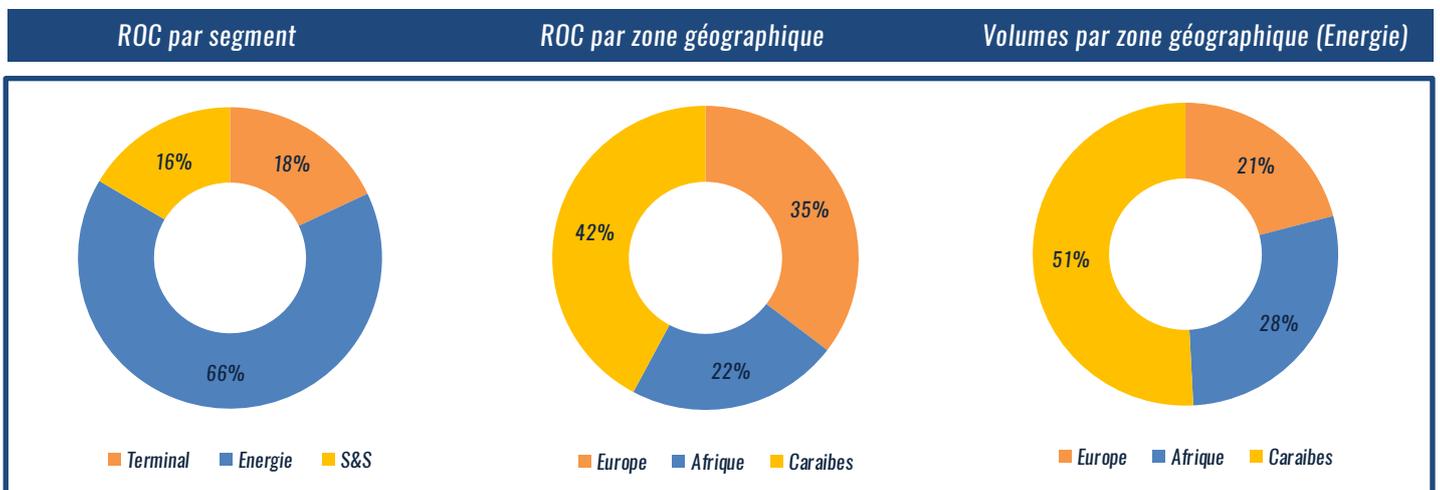
<i>Matrice Swot, scenario et données clés</i>	3
1. Des éléments adverses identifiés, des impacts financiers limités ...	4
1.1 Le T1 a mis en avant des facteurs négatifs qui vont impacter 2018	4
1.2 L'Iran, le retour du risque pays	4
1.3 Un poids limité dans les comptes : <5%d'EBITDA !	5
2. Quels catalyseurs ?	6
2.1 La croissance reste au rendez vous	6
2.2 M&A: les moyens de ses ambitions	7
3. Une valorisation redevenue attractive	8
3.1 DCF: 52,7€ par action	8
3.2 Comparables boursiers: 56,5€ par action	9
<i>Par cette méthode, nous obtenons une valorisation cible de 45,4€ par action.</i>	10
3.3 Scenarii	11

Swot Matrice Swot, scenario et données clés

Forces	Faiblesses
Track record solide en termes d'acquisitions	Peu de synergie entre les activités
Faible sensibilité à la conjoncture: fourniture de besoins de bases (chauffage, transport...) et clientèle extrêmement diversifiée	Maturité de certains marchés adressés (GPL bouteilles en France...)
Récurrence des cash-flows du stockage	Gouvernance anti-OPA : statut juridique en commandite par action
Qualité et valeur des outils industriels dont le groupe est propriétaire	Activité capitalistique (stockage)
Position de leaders sur des marchés structurellement importateurs	
Opportunités	Risques
Croissance externe sur des cibles de taille plus significative	Impact sur les marges en cas de forte volatilité des cours des produits pétroliers
La diversification géographique réduit la dépendance aux aléas climatiques	Risques politiques et sociaux au regard des zones cibles
Développement dans de nouveaux secteurs (GNL carburant...)	Baisse de l'utilisation des produits fossiles

BEST CASE SCENARIO
Acquisition structurante sur des ratios attractifs (VE/EBITDA de 6x)
WORST CASE SCENARIO
Problème géopolitique majeur sur une zone clé ou baisse sensible des marges unitaires dans l'énergie

Source: Portzamparc



Source: Société, Portzamparc

1. Des éléments adverses identifiés, des impacts financiers limités

1.1 Le T1 a mis en avant des facteurs négatifs qui vont impacter 2018

La publication du CA T1 (1 217M€ +36%, +23% à pc) avait été contrastée et marquée par des déceptions dans la division Stockage.

- Les recettes du Stockage ont baissé sur la période : -14% en consolidé, -9% au global en intégrant Anvers à 100%. En France, le CA a reculé de 5% en raison du retrait de 9% de l'activité pétrole (concurrence du dépôt Total de Dunkerque + échéances de contrats à Rouen + baisse des recettes traders sur les sites de Dunkerque et Strasbourg pour cause de marché pétrolier en backwardation) alors que les autres produits, moins contributifs, sont globalement bien orientés (chimie +15%, mélasse-oléagineux +17%, engrais -6%). Rotterdam et Anvers progressent de 16% grâce aux mises en service et à des taux d'occupation élevés. La déception provient également de la Turquie, qui voit son CA divisé par 2 (sur une base de comparaison élevée), pénalisé par : 1/ l'environnement géopolitique et le ralentissement du trafic de pétrole brut et raffinés issu et à destination du Kurdistan irakien ; 2/ un marché du pétrole en backwardation.
- Les volumes distribués dans l'Energie progressent de 3% à pc (+28% avec les acquisitions réalisées en 2017) là où nous attendions 4%. Les évolutions sont contrastées selon les zones géographiques : solides en Europe (22% des volumes, + 4% à pc) grâce à un effet hiver positif, toujours très dynamiques aux Caraïbes (51% des volumes, +7% à pc) mais décevants en Afrique (27% des volumes, -4% à pc). Les ventes de fioul lourd et GPL (-4%) et de bitumes (-3%) ont été pénalisées par des problématiques de logistique d'approvisionnement, qui devraient rester ponctuelles. Le mois d'avril a concrétisé un retour à la normal.

Les bonnes nouvelles proviennent : 1/ de la marge unitaire, toujours stable en dépit de la hausse des produits pétroliers sur la période (propane +11% sur 12 mois) ; 2/ une contribution solide des acquisitions réalisées en 2017 (≈224 000m3 vs estimation 203 000 m3).

- Dans la division Support & Services, le triplement des volumes traités en négoce-approvisionnement de produits pétroliers conduit à un doublement du CA à 336M€, mais avec toujours une incertitude sur les marges en fonction du mix produits. Une hausse des volumes n'est en effet pas synonyme d'amélioration des résultats, qui dépendent de l'évolution de la marge unitaire (cf S1 17 : ROC -7% avec volumes +59% et CA +39%).

Nous considérons que les facteurs pénalisants le T1 dans le stockage devraient se retrouver dans les prochaines publications, mais qu'ils auront une portée financière limitée.

1.2 L'Iran, le retour du risque pays

Les dernières années, plus calmes, avaient pu faire oublier que Rubis est présent dans des pays exposés à des risques climatiques et/ou géopolitiques (Nigéria, Haïti, Iran, Maroc, Afrique du Sud...). La diversification géographique actuelle du groupe a sensiblement réduit l'impact de ces menaces.

La perspective d'un embargo sur l'Iran s'est ajoutée aux éléments opérationnels évoqués précédemment.

Fin 2017, Rubis a racheté FCG, un opérateur actif dans la production, le stockage et l'exportation de bitume à partir d'installations basées en Iran. Cette société figure parmi les premiers exportateurs iraniens (200 000 tonnes de bitume en 2017), Rubis ayant été le principal client en 2017 avec près de 70 % des enlèvements.

Cette acquisition visait : 1/ à sécuriser les approvisionnements d'un produit de qualité et à un prix compétitif ; 2/ de capturer les volumes vers l'Inde et l'Afrique de l'Est, régions adressées par FCG et dans lesquelles Rubis ambitionne de se développer et 3/ élargir l'offre bitume aux segments fûts, containers et petit vrac.

Plus généralement, les métiers liés au bitume sont une activité récente au sein de Rubis mais dans laquelle le groupe compte investir massivement : 100M€ d'investissements sont prévus à court terme après cette acquisition de ≈30M€.

Le retrait des Etats-Unis de l'accord signé en 2015 entre l'Iran et des grandes puissances mondiales (Etats-Unis, Russie, Chine, France, Royaume-Uni et Allemagne) s'accompagne du retour des sanctions américaines contre l'Iran ainsi que contre toutes les entreprises ayant des liens avec la République Islamique. Les Américains ont donné à ces dernières un délai de 90 à 180 jours pour se retirer d'Iran.

Plusieurs grandes entreprises françaises (Total, PSA...) ont ainsi annoncées leur retrait d'Iran ou la suspension de leur projet dans ce pays. Rubis a jusqu'à début novembre pour se retirer de son projet iranien. Parmi les options, citons :

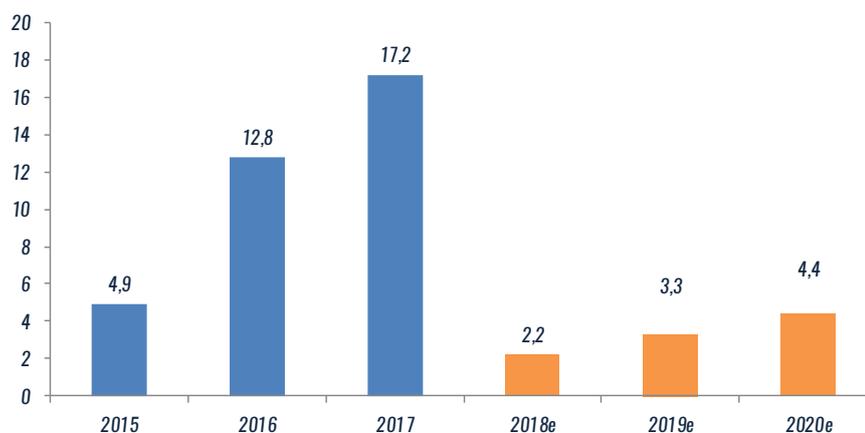
- La mise en sommeil de cet actif en attendant le retour à une situation géopolitique plus favorable, ce qui se traduirait par une dépréciation, sans impact significatif (≈1% des fonds propres du groupe)
- La cession de FCG,
- La cession avec option de rachat. Cette option est selon à privilégier pour garder la main sur un actif de qualité.

1.3 Un poids limité dans les comptes : <5% d'EBITDA !

Ces éléments (Turquie, Iran, Stockage France) devraient, selon nous, s'inscrire dans la durée et pénaliser le reste de l'exercice 2018. Cependant leur portée financière est limitée, nous l'estimons à moins de 5% de l'EBITDA du groupe Rubis.

- La société iranienne, rachetée fin 2017, n'avait pas encore été consolidée et avait généré <2M€ d'EBITDA en 2017, soit <0,5% de l'EBITDA du groupe. Si les résultats étaient attendus en hausse (4/5M€), cette acquisition était surtout important dans le développement de Rubis vers l'Asie (Inde notamment) et l'Afrique de l'Est Au-delà de l'aspect financier, c'est donc essentiellement un coût d'opportunité et un frein dans la stratégie ambitieuse dans les bitumes que subit Rubis.
- La baisse des facturations de la partie Stockage de produits pétroliers en France provient : 1/ de la baisse de l'activité des traders dans une situation de backwardation (Dunkerque, Strasbourg) et 2/ de la fin d'un important contrat avec Bolloré (Rouen). La relocation des capacités est désormais prévue au S2, nous comprenons que la montée en puissance du contrat SAGESS (stock nationaux de sécurité) est plus lente qu'attendue. Les extensions de capacités réalisées en 2017 profiteront à Rubis en année pleine en 2018, alors que la bonne tenue des autres produits (Chimie, mélasse-oléagineux...) au T1 est rassurante. Au final nous tablons sur une baisse de l'EBITDA de l'ordre de 3,5M€ sur ce segment (<1% de l'EBITDA du groupe).
- Le dépôt turc pourrait voir sa contribution aux résultats fortement réduite (-10 à -15M€) sous le double effet du ralentissement du trafic irakien et de la baisse d'activité des traders dans une période de backwardation. Nous intégrons une hypothèse très prudente (-15M€ de baisse des résultats).

Evolution du ROC du dépôt de Dörtyol (Turquie)



Source: Portzamparc

Importante pour ce dépôt, cette somme reste cependant mineure à l'échelle de Rubis (<3% de l'EBITDA de Rubis).

Rappelons que la stratégie de Rubis repose sur la volonté de rendre ce dépôt moins dépendant des situations de contango/backwardation en élargissant à sa gamme de clientèle et en diversifiant les catégories de produits stockés (pétrole brut et soutages). Une jetée de 2,3 km a été construite (opérationnelle depuis le S2 2015) et de nouvelles capacités de stockage sont prévues: 60 000m³ en construction, jusqu'à 1 million de m³ envisagés à terme (600 000m³ actuellement).

2. Quels catalyseurs ?

2.1 La croissance reste au rendez vous

Nous avons revu nos prévisions pour prendre en compte essentiellement une décroissance plus forte qu'auparavant de l'EBITDA issu du dépôt turc et un effet durable des contrats perdus en France. La baisse des résultats attendue dans le Terminaling est plus que compensée par : 1/ la progression organique des résultats dans l'Energie ; 2/ l'intégration en année pleine des acquisitions réalisées en 2017; 3/ la non récurrence d'éléments ponctuels défavorables enregistrés en 2017 pour un total de 15M€ (pression ponctuelle sur les prix en Jamaïque, provision non cash en Suisse, escroquerie sur l'affrètement d'un navire, litige fiscal ...).

Nous tablons ainsi sur une croissance 2018 de 10,0% pour l'EBITDA, de 8,1% pour Résultat Net et de 4,0% pour le BPA (effet dividendes en actions). Pour 2019 à ce stade nous prévoyons une hausse de ces agrégats comprise entre 4 et 5%.

A plus court terme nos estimations sur les résultats semestriels 2018 font ressortir une croissance de 11% de l'EBITDA à 284M€ et de 12% sur le ROC à 216M€.

Principaux agrégats de Rubis (en M€)						
	2016	2017	2018 ^e	2019 ^e	2020 ^e	2021 ^e
Energie						
EBITDA	257	314	363	376	385	396
EBIT	199	254	297	308	316	325
Terminal						
EBITDA	75	102	86	92	94	97
EBIT	54	69	53	57	58	60
Support & Services						
EBITDA	95	99	116	122	124	127
EBIT	62	64	79	84	86	88
Corporate et éliminations						
EBITDA	-15	-19	-20	-21	-22	-23
EBIT	-15	-19	-21	-22	-22	-23
Total						
EBITDA	411	496	546	568	582	597
EBIT	300	368	409	428	438	450
RNPG	208	266	287	299	310	321
BPA (€/action)	2,28	2,83	2,94	3,06	3,17	3,28

Source: Portzamparc

2.2 M&A: les moyens de ses ambitions

L'un des catalyseurs principaux reste la thématique M&A. La capacité d'intégration est prouvée et la dernière opération majeure date de juillet 2017 (Galana à Madagascar, >30M€ d'EBITDA) qui suit celle de Dinana (Haïti, 40M€ EBITDA).

Rubis est selon nous dans la capacité de réaliser de nouveau une acquisition majeure, la potentielle cession en Iran et l'intégration de Dinasa et de Galana n'étant pas des freins majeurs. Nous évaluons à ≈ 600M€ la capacité d'acquisition du groupe hors augmentation de capital, sur la base d'un 2x pour la DFN/EBITDA. Par ailleurs le groupe disposait fin 2017 de près de 500M€ de lignes de crédit confirmées et d'une ligne de capital sur laquelle 3 750 000 actions restent à tirer (650 000 actions ont été tirées début 2018 à un prix >55€/action).

Une acquisition d'une valeur de 500M€ pourrait ainsi contribuer à l'EBITDA pour 60 à 80M€ soit 10 à 15% de l'EBITDA du groupe. Une opération de ce type pourrait avoir lieu dans les prochains mois. A ce stade, le groupe ne perçoit pas d'inflation particulière sur les multiples de transactions mais nous considérons qu'une acquisition de cette envergure pourrait justifier un temps de due diligence assez long.

3. Une valorisation redevenue attractive

Notre objectif de cours de 53,9€ repose sur une valorisation par DCF et par comparables boursiers. La baisse récente du titre (-23% depuis la publication du T1) redonne de l'upside.

Méthode	€/action	Caractéristiques
DCF	52,6	Wacc 7,2% taux de croissance à l'infini 1%
Comparables	55,2	Echantillons différents selon les métiers
Moyenne	53,9	Upside de 8%

Source: Portzamparc

Par ailleurs, le rendement actuel de Rubis est >3% et le FCF yield est de 2,4% pour 2018 avant de progresser fortement à 6,5% pour 2019 et 6,8% pour 2020. Un retour à des investissements plus normatifs pourrait se traduire par un FCF yield >7%.

Le cours actuel est en ligne avec les ratios historiques. La poursuite de la croissance attendue des résultats et a fortiori une acquisition relative (6 à 8x l'EBITDA) redonneront de l'upside pour 2019 et 2020.

Ratios	Moyenne		Cours actuel			Objectif de cours		
	5 ans	10 ans	2018 ^e	2019 ^e	2020 ^e	2018 ^e	2019 ^e	2020 ^e
VE/EBITDA	9,8	9,9	10,0	9,4	8,9	10,8	10,1	9,6
VE/EBIT	14,1	14,2	13,4	12,5	11,8	14,4	13,4	12,8
PER	15,9	15,8	16,7	16,1	15,5	18,1	17,4	16,8

Source : Portzamparc, Factset

3.1 DCF: 52,6€ par action

Nous obtenons une valorisation cible de 52,6€/action par DCF avec les principales hypothèses suivantes:

- Reprise de nos principales prévisions sur la période 2018-2021
- Taux de croissance qui tend vers 1%, retenu comme taux normatif
- Marge d'EBITDA normative stable à 11,5%
- Taux d'actualisation de 7,2%
- Retour à un niveau de capex de 110M€ en 2022, correspondant aux investissements de maintenance, sécurité, adaptation) puis 2,5% de croissance annuelle. En normatif nous retenons capex=D&A=136M€

Actualisation Free Cash Flow											
<i>Exercice</i>	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Normatif
Chiffre d'affaires	4865,0	4975,7	5057,0	5172,7	5224,4	5276,7	5329,4	5382,7	5436,6	5490,9	5545,8
variation n/n-1	23,7%	2,3%	1,6%	2,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA	545,6	568,0	582,2	597,2	603,2	609,2	615,3	621,4	627,7	633,9	640,3
en %du CA	11,2%	11,4%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
EBIT	412,9	432,5	443,7	455,7	460,8	468,4	475,9	483,3	490,5	497,5	503,9
en %du CA	8,5%	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	9,1%	9,1%
Taux d'imposition	22%	22%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Rex après impôts	322,1	337,3	350,8	360,3	364,3	370,3	376,3	382,1	387,8	393,3	398,4
Amortissements&Provisions	136,8	140,3	143,7	143,0	142,4	140,8	139,4	138,2	137,2	136,4	136,4
Investissements nets	(294,7)	(127,0)	(129,0)	(131,0)	(110,0)	(112,8)	(115,6)	(118,5)	(121,4)	(124,5)	(136,4)
Variation BFR	(42,9)	(7,2)	(5,3)	(7,5)	(3,2)	(3,2)	(3,3)	(3,3)	(3,3)	(6,7)	0,0
Free Cash Flow	121,3	343,5	360,2	364,7	393,5	395,1	396,8	398,5	400,2	401,9	391,6
Taux actualisation	7,2%										
Free Cash Flows actualisés	117,6	310,6	303,9	287,1	288,9	270,7	253,6	237,6	222,6	208,6	
Somme FC actualisés		2 501,3									
Valeur terminale actualisée		3 315,2									
DFN et autres éléments		-672,6									
Valorisation (M€)		5 143,9									
Nombre d'actions		97,7									
Valorisation cible (€/action)		52,6									

Source : Portzamparc

3.2 Comparables boursiers: 55,2€ par action

Notre méthode des comparables est basée sur une séparation des 3 activités de Rubis afin de refléter la différence de ratios sur chacun des segments et de refléter leurs contributions aux résultats du groupe.

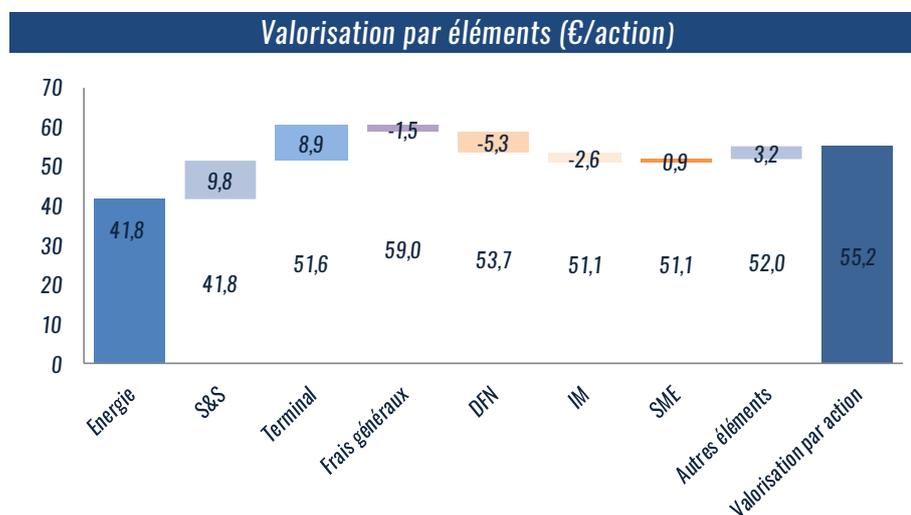
- Rubis Energie est valorisée sur la base de l'échantillon suivant : Suburban Propane Partners, AmeriGas Partners, Energy Transfer, DCC PLC, Ferrellgas, UGI Corporation.
- Rubis Support & Services, en l'absence de comparable direct, est valorisée sur le même échantillon que Rubis Energie (distribution de produits énergétiques) mais avec une décote de 20% au regard d'une volatilité plus forte des volumes et des marges.
- Rubis Terminal est valorisée sur la base de l'échantillon suivant : Vopak, Magellan Midstream, Enbridge, Sunoco Logistics Partners, Kinder Morgan, Stolt Nielsen et Odjfell. A noter que nous surpondérons Vopak (à 50%) en raison de son profil très proche de Rubis Terminal.
- Les frais généraux amputent le résultat final à hauteur de 7xEBITDA (-143M€).

Pour chacune des trois activités, nous retenons les moyennes de VE/EBITDA et VE/EBIT entre 2018 et 2020. A noter que nous n'avons pas retenu le PER mais qu'il n'aurait pas d'incidence sur la valorisation car la valorisation induite par le PER est similaire à celle obtenue avec VE/EBITDA et VE/EBIT.

Par cette méthode, nous obtenons une valorisation cible de 45,4€ par action.

Sociétés	Capitalisation	VE/EBITDA			VE/EBIT			PER		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Energie										
Suburban Propane Partners	1 244	10,4	10,2	9,4	17,4	17,0	15,4	19,1	17,0	15,8
AmeriGas Partners	3 464	15,0	13,9	13,0	18,0	16,8	15,7	17,0	15,9	14,4
Energy Transfer	20 149	12,4	11,2	10,1	17,5	15,6	13,6	18,2	19,0	17,5
DCC PLC	7 021	7,3	6,8	6,7	12,5	11,2	10,5	18,4	15,5	16,7
Ferrellgas	270	7,3	6,5	5,5	17,2	13,8	10,3	14,1	9,3	6,0
UGI Corporation	266	9,5	8,5	7,0	49,8	22,1	14,1	0,0	31,4	7,1
Médiane	3 464	9,9	9,3	8,2	17,4	16,2	13,8	17,6	16,4	15,1
Support & Services										
		7,9	7,4	6,6	14,0	13,0	11,1	14,1	13,2	12,1
Terminal										
Vopak	5 133	10,4	10,2	9,4	17,4	17,0	15,4	19,1	17,0	15,8
Magellan Midstream	13 602	15,0	13,9	13,0	18,0	16,8	15,7	17,0	15,9	14,4
Enbridge	51 777	12,4	11,2	10,1	17,5	15,6	13,6	18,2	19,0	17,5
Sunoco Logistics Partners	20 149	7,3	6,8	6,7	12,5	11,2	10,5	18,4	15,5	16,7
Stolt Nielsen	781	7,3	6,5	5,5	17,2	13,8	10,3	14,1	9,3	6,0
Odjfell	266	9,5	8,5	7,0	49,8	22,1	14,1	0,0	31,4	7,1
Médiane	9 367	9,9	9,3	8,2	17,4	16,2	13,8	17,6	16,4	15,1
Valorisation induite Rubis										
Par action	5393									
	55,2									

Source : Portzamparc, Factset



Source: Portzamparc

3.3 Scenarii

En faisant varier nos estimations, nous simulons une valorisation worst case et une valorisation best case. Les valeurs cibles varient entre 45,8€ et 61,4€ par action.

Parmi les principaux hypothèses clés:

- Une croissance organique qui selon nous restera faible au regard de la maturité de certains marchés adressés.
- La marge unitaire qui a beaucoup augmenté ces dernières années dans un contexte de baisse des produits pétroliers. Elle résiste très bien depuis la reprise du mouvement haussier mais la marge unitaire reste un indicateur clé et un point d'attention particulier.
- En termes d'acquisitions, les multiples habituels sont compris entre 6 et 8x l'EBITDA. Une opération serait relative.
- A court terme des investissements massifs sont engagés et les terminaux de Rotterdam et d'Anvers notamment dispose encore d'importants potentiels d'augmentation des capacités. Le retour sur investissement s'améliore progressivement car les infrastructures générales sont déjà en place et chaque m3 supplémentaires demande moins d'investissement. Les investissements normatifs sont compris entre 100 et 125M€ pour maintenir en état l'outil industriel et l'adapter aux nouvelles contraintes réglementaires et environnementales.
- Sur les facteurs pénalisant le stockage en 2018 (Turquie et France) nous estimons le risque entre 10 et 17M€ pour la Turquie (menant le ROC de cette unité à 0) et entre 1 et 6M€ pour la France en fonction de la montée en puissance des autres capacités et du timing de relocation des volumes libérés.

	<i>Worst</i>	<i>Base</i>	<i>Best</i>
<i>Croissance organique normative</i>	0%	1%	2%
<i>Marge unitaire (Energie) vs 2017</i>	-10% en 3 ans	-2%	stable
<i>Acquisitions</i>	0	0	500M€ d'acquisition à VE/EBITDA de 6x
<i>Investissements normatifs (M€)</i>	125M€	110M€	100M€
<i>Var Turquie 2018 (ROC)</i>	-17M€	-15M€	-10M€
<i>Var Stockage France 2018 (ROC)</i>	-6M€	-3M€	-1M€
<i>Val centrale (€/action)</i>	45,8€	53,9€	61,4€
<i>Comparables (€/action)</i>	51,9€	55,2€	59,6€
<i>DCF (€/action)</i>	39,7€	52,6€	63,1€

Source : Portzamparc

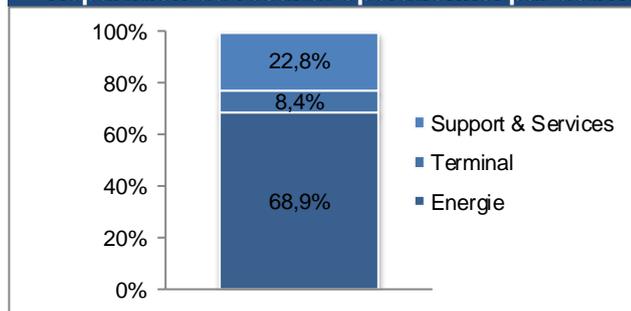
RUBIS

Exploitation	13	14	15	16	17	18e	19e	20e
CA	2 756,1	2 790,2	2 913,4	3 003,9	3 932,7	4 865,0	4 975,7	5 057,0
var. n/n-1	-1,3%	1,2%	4,4%	3,1%	30,9%	23,7%	2,3%	1,6%
var. organique	-1,3%	1,2%	4,4%	3,1%	30,9%	23,7%	2,3%	1,6%
EBE	218,4	233,0	344,6	411,5	496,1	545,6	568,0	582,2
ROC	162,1	166,7	240,0	299,7	368,0	408,8	427,7	438,4
var. n/n-1	10,4%	2,8%	44,0%	24,9%	22,8%	11,1%	4,6%	2,5%
ROP	165,1	168,8	245,4	301,2	370,2	408,8	427,7	438,4
RCAI	155,1	166,7	241,8	291,7	362,3	390,8	406,1	420,1
IS	-45,1	-44,2	-59,6	-64,3	-79,4	-86,0	-89,3	-92,4
RN Pdg publié	104,7	118,0	169,9	208,0	265,6	287,3	299,0	309,7
RN Pdg corrigé	104,7	118,0	169,9	208,0	265,6	287,3	299,0	309,7
var. n/n-1	11,6%	12,8%	43,9%	22,5%	27,7%	8,2%	4,1%	3,6%
Tmva CA 2015 / 2019e	14,3%							
Marge brute (%)	78,7%	78,0%	71,7%	67,7%	68,6%	70,0%	69,8%	69,7%
Marge opérationnelle (%)	6,0%	6,0%	8,4%	10,0%	9,4%	8,4%	8,6%	8,7%
Marge nette (%)	3,8%	4,2%	5,8%	6,9%	6,8%	5,9%	6,0%	6,1%
Taux IS (%)	29,1%	26,5%	24,7%	22,1%	21,9%	22,0%	22,0%	22,0%
Frais de personnel / CA (%)	-4,0%	-4,1%	-5,4%	-6,0%	-4,9%	-	-	-
CA/effectif (K€)	1 874	1 706	1 117	1 109	1 153	-	-	-
var. n/n-1	-2,7%	-9,0%	-34,5%	-0,7%	4,0%	-	-	-
Effectif moyen	1 471	1 636	2 608	2 709	3 411	-	-	-
var. n/n-1	1,4%	11,2%	59,4%	3,9%	25,9%	-	-	-

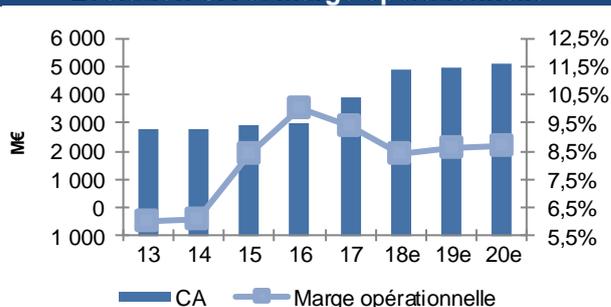
Bilan	13	14	15	16	17	18e	19e	20e
Fonds propres Pdg	1 139,0	1 297,0	1 557,8	1 857,4	1 944,1	2 162,3	2 278,8	2 398,9
Dettes financières nettes	267,2	307,2	336,7	227,7	686,6	655,7	520,2	377,8
Autres	-1,8	27,0	172,9	48,4	165,3	161,2	156,4	151,2
Capitaux investis	1 429,2	1 655,1	2 167,0	2 262,5	2 930,4	3 131,2	3 125,0	3 115,6
Immobilisations nettes	1 336,1	1 607,3	2 166,6	2 223,6	2 711,8	2 873,8	2 865,3	2 855,8
dont écarts d'acquisition	445,2	563,3	771,2	773,0	1 095,8	1 095,8	1 095,8	1 095,8
dont financières	94,2	105,8	120,0	129,9	37,7	41,9	46,7	51,9
BFR	187,3	153,7	120,4	168,8	256,3	299,2	306,4	311,6
Actif économique	1 429,2	1 655,1	2 167,0	2 262,5	2 930,4	3 131,2	3 125,0	3 115,6
Gearing (%)	23,0%	23,3%	20,3%	11,5%	33,0%	28,3%	21,2%	14,6%
BFR/CA (%)	6,8%	5,5%	4,1%	5,6%	6,5%	6,1%	6,2%	6,2%
Dettes financières nettes/EBE (x)	1,2	1,3	1,0	0,6	1,4	1,2	0,9	0,6
ROE (%)	9,2%	9,1%	10,9%	11,2%	13,7%	13,3%	13,1%	12,9%
ROACE (%) après IS normé	14,6%	13,7%	15,7%	16,5%	17,3%	16,5%	16,7%	17,1%

Financement	13	14	15	16	17	18e	19e	20e
Cash Flow	153,7	182,3	259,6	316,3	370,5	437,5	452,3	466,2
Variation BFR	-50,1	37,9	179,2	-18,3	-70,8	-42,9	-7,2	-5,3
Investissements industriels	-100,5	-111,2	-143,3	-162,5	-205,7	-282,0	-127,0	-129,0
% du CA	3,6%	4,0%	4,9%	5,4%	5,2%	5,8%	2,6%	2,6%
Cash Flow Libre	3,1	109,0	295,5	135,5	94,0	112,7	318,1	331,9
Cessions d'actifs	19,5	-21,7	-28,1	24,9	37,1	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers	-20,4	-108,9	-340,3	-53,6	-455,0	-12,7	0,0	0,0
Dividendes	-74,7	-78,4	-88,1	-135,9	117,9	-105,2	-182,5	-189,6
Augmentation de capital	186,3	60,7	202,0	128,0	116,4	36,1	0,0	0,0
Autres	8,3	-0,7	-70,5	10,1	-369,4	0,0	0,0	0,0
Variation dettes financières nettes	-122,1	40,0	29,5	-109,0	458,9	-30,9	-135,5	-142,4
Dettes financières nettes	267,2	307,2	336,7	227,7	686,6	655,7	520,2	377,8

Répartition du résultat opérationnel par activité



Evolution CA et marge opérationnelle



RUBIS

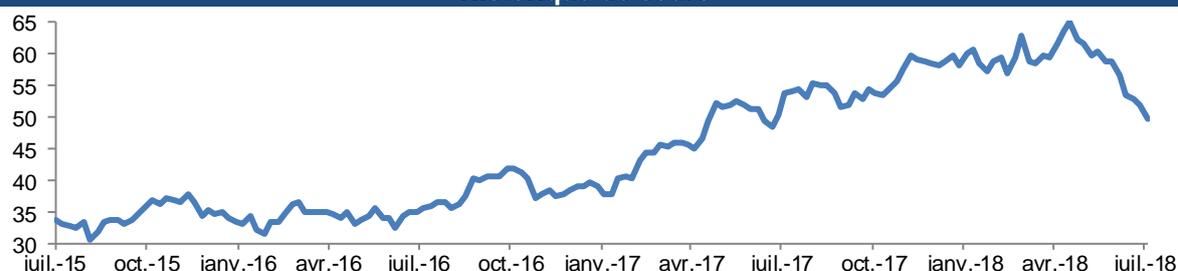
Données par action	13	14	15	16	17	18e	19e	20e
BNPA	2,74	2,98	3,88	2,28	2,83	2,94	3,06	3,17
var. n/n-1	-4,9%	8,7%	30,3%	-41,4%	24,3%	4,0%	4,1%	3,6%
CFPA	4,0	4,6	5,9	3,5	3,9	4,5	4,6	4,8
ANPA	29,8	32,7	35,6	10,2	20,7	22,1	23,3	24,5
Dividende net (versé en n+1)	1,95	2,05	1,20	1,34	1,50	1,55	1,62	1,68
Payout (%)	71,2%	68,8%	30,9%	58,9%	53,0%	52,7%	52,9%	53,0%
Tmva BNPA 2015 / 2019e	-5,8%							
Tmva CFPA 2015 / 2019e	-6,0%							

Valorisation	13	14	15	16	17	18e	19e	20e
PER (x)	8,5	7,8	8,1	15,9	17,7	16,9	16,3	15,7
PCF (x)	5,8	5,1	5,3	10,5	12,7	11,1	10,7	10,4
PAN (x)	0,8	0,7	0,9	3,6	2,4	2,2	2,1	2,0
VE/CA (x)	0,4	0,4	0,6	1,2	1,4	1,1	1,1	1,0
VE/EBE (x)	5,2	5,2	4,9	8,6	10,9	10,0	9,4	8,9
VE/ROP (x)	6,8	7,2	6,9	11,7	14,6	13,4	12,5	11,8
Free Cash Flow Yield (%)	0,3%	11,8%	21,4%	4,1%	2,0%	2,3%	6,5%	6,8%
Rendement (%)	7,9%	8,4%	6,5%	3,3%	2,7%	3,0%	3,1%	3,3%
Capitalisation (M€)	862,6	904,3	1 362,3	3 297,1	4 709,3	4 813,4	4 813,4	4 813,4
Valeur d'Entreprise (VE)	1 129,8	1 211,5	1 699,0	3 524,8	5 395,9	5 469,2	5 333,7	5 191,3
Cours de référence (€)	23,3	23,3	31,5	36,3	50,2	49,7	49,7	49,7
Nb de titres (Mio)	37,073	38,869	43,217	90,910	93,868	96,811	96,811	96,811
Nb de titres corrigé (Mio)	38,190	39,613	43,762	91,422	93,912	97,728	97,728	97,728
% de la dilution	3,1%	1,9%	1,3%	0,6%	0,1%	1,0%	1,0%	1,0%
Date d'introduction	01/01/1995							
Cours d'introduction ajusté	12,4 €							

Données intermédiaires	13	14	15	16	17	18
CA T1	787,0	668,9	634,2	735,0	896,0	1 217,0
CA T2	733,7	692,1	662,8	718,0	919,0	
CA S1	1 520,7	1 361,0	1 297,0	1 453,0	1 815,0	
ROP S1	86,2	77,0	111,0	160,0	177,0	
RN pdg corrigé S1	55,5	51,8	80,0	104,0	139,0	
Marge opérationnelle S1	5,7%	5,7%	8,6%	11,0%	9,8%	
Marge nette S1	3,6%	3,8%	6,2%	7,2%	7,7%	
CA T3	684,3	717,7	814,0	741,0	1 043,0	
CA T4	678,3	711,5	802,4	810,0	1 074,7	
CA S2	1 362,6	1 429,2	1 616,4	1 551,0	2 117,7	
ROP S2	78,9	91,8	134,4	141,2	193,2	
RN pdg corrigé S2	49,2	66,2	89,9	104,0	126,6	
Marge opérationnelle S2	5,8%	6,4%	8,3%	9,1%	9,1%	
Marge nette S2	3,6%	4,6%	5,6%	6,7%	6,0%	

Taux de croissance (n/n-1)	13	14	15	16	17	18
CA T1	13,4%	-15,0%	-5,2%	15,9%	21,9%	35,8%
CA T2	9,4%	-5,7%	-4,2%	8,3%	28,0%	
CA T3	-2,5%	4,9%	13,4%	-9,0%	40,8%	
CA T4	-6,5%	4,9%	12,8%	1,0%	32,7%	
CA S1	11,4%	-10,5%	-4,7%	12,0%	24,9%	
CA S2	-4,5%	4,9%	13,1%	-4,0%	36,5%	
ROP S1	9,8%	-10,7%	44,2%	44,1%	10,6%	
ROP S2	5,2%	16,3%	46,4%	5,1%	36,8%	

Historique de cours



Avertissements

Avertissements généraux

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques réputées fiables. Les opinions et les données prévisionnelles sont celles de leurs auteurs. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement. Les prévisions chiffrées sont effectuées à normes comptables constantes ; le passage aux normes IFRS pourra entraîner des modifications importantes des estimations.

Ni la société émettrice, ni Portzamparc, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect, résultant de l'utilisation de ce document. Ce document ne peut être distribué au Royaume-Uni qu'aux seules personnes qui sont des personnes autorisées ou des personnes exemptées au sens du U.K. Financial Services Act 1986 (ou d'un quelconque règlement pris en application de ce dernier) ou aux autres personnes du type décrit à l'Article 11(3) du Financial Services Act (Investment Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (tel que modifié). La transmission, l'envoi ou la distribution du présent document (ou de toute copie qui en serait faite) sont interdits aux Etats-Unis ou à un quelconque ressortissant des Etats-Unis d'Amérique (au sens de la règle « S » du U.S. Securities Act de 1933). Tout manquement au respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation du droit américain des valeurs mobilières. La diffusion de ce document dans d'autres juridictions peut être soumise à des restrictions légales et les personnes qui se trouvent en possession de ce document doivent s'informer et respecter de telles restrictions. Le présent document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou souscrire des valeurs mobilières ou autres titres ; il ne peut servir en aucune manière de support ou être utilisé dans le cadre d'un quelconque contrat ou engagement. Il ne vous est remis qu'à titre d'information et ne peut être reproduit ou redistribué à un tiers. En recevant le présent document, vous vous engagez à observer les restrictions mentionnées ci-dessus.

En tant que Prestataire de Services d'Investissements, Portzamparc Société de Bourse relève de l'Autorité des Marchés Financiers et est agréée par le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissements.

Modalités administratives et organisationnelles visant à prévenir et éviter les conflits d'intérêts relatifs à la production d'analyse financière :

La société de bourse Portzamparc s'est dotée d'un règlement intérieur intégrant des dispositions intitulées "Murailles de Chine" qui décrivent l'organisation mise en place en vue de prévenir la circulation induite d'informations confidentielles ou privilégiées. Cette organisation est sous la responsabilité du Déontologue, qui fixe les règles et contrôle leur application. Elle prévoit notamment la séparation des activités susceptibles d'être en conflit d'intérêt entre elles : gestion pour compte propre, gestion pour compte de tiers, animation de valeur, négociation, vente institutionnelle, montage d'opérations financières et analyse financière.

Les analystes financiers, comme l'ensemble des collaborateurs de la société de bourse, sont soumis au dispositif de gestion des informations privilégiées et des restrictions applicables au sein d'un prestataire de service d'investissement conformément aux articles 315-15 à 315-19 du règlement général de l'AMF, ils ont pour obligation de domicilier leurs comptes titres au sein de la société de bourse. Le Déontologue tient à jour 3 listes de valeurs :

- une liste des valeurs interdites aux collaborateurs sur laquelle sont inscrites toutes les valeurs suivies par le service d'analyse financière et toutes les valeurs sous contrat avec la société de bourse. Dans le cas particulier des analystes, il leur est interdit individuellement d'intervenir en direct sur un instrument financier autre que : les parts d'OPC, le titre BNP PARIBAS et les titres acquis dans le cadre statutaire d'une fonction d'administrateur ou de mandataire.

- une liste des valeurs sous surveillance qui recense essentiellement les valeurs sur lesquelles un ou plusieurs collaborateurs de la société de bourse détient une information privilégiée.

- une liste publique des valeurs en interdiction qui recense les valeurs sur lesquelles une opération financière est en cours et pour lesquelles il ne peut plus y avoir d'opération pour compte propre ni de publication d'analyse financière.

Le déontologue contrôle les opérations réalisées sur les valeurs inscrites sur ces listes, qu'il s'agisse d'opérations de la clientèle, d'opérations de collaborateurs ou d'opérations pour compte propre.

Enfin, l'organe qui décide de la réalisation d'opérations financières : le Comité des Engagements, fait l'objet d'un dispositif spécifique visant à assurer la totale confidentialité des débats et décisions.

Le Groupe Portzamparc se positionne sur l'éligibilité des actions au PEA-PME sur la base des informations émises par les émetteurs et du Décret n° 2014-283 du 4 mars 2014 pris pour l'application de l'article 70 de la loi n° 2013-1278 du 29 décembre 2013 de finances pour 2014 fixant l'éligibilité des entreprises au PEA-PME soit : moins de 5 000 salariés, d'une part, chiffre d'affaires annuel inférieur à 1 500 millions d'euros ou total de bilan inférieur à 2 000 millions d'euros, d'autre part. La responsabilité du Groupe Portzamparc ne saurait être engagée dans l'hypothèse où les données utilisées pour l'analyse s'avèreraient inexactes

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation...) est accessible sur <http://www.midcaps.portzamparc.fr/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle) ou auprès de votre conseiller habituel (clientèle privée).

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Mentions obligatoires

Recommandations boursières

Nos recommandations boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à un horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur les objectifs de cours définis par l'analyste et intègrent des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché, susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse Portzamparc établit ses évaluations selon une approche d'analyse fondamentale multicritères (principalement et de manière non exhaustive actualisation des flux, multiples des comparables, multiples de transaction, somme des parties, actif net réévalué).

ACHERTER (1) : Performance attendue supérieure à +15%

RENFORCER (2) : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

CONSERVER (3) : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

ALLEGER (4) : Performance attendue comprise entre -5% et -15%

VENDRE (5) : Performance attendue inférieure à -15% ou absence de visibilité sur les fondamentaux de la société.

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation...) est accessible sur <http://www.midcaps.portzamparc.fr/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle) ou auprès de votre conseiller habituel (clientèle privée).

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Historique des recommandations sur l'émetteur au cours des 12 derniers mois

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandations et d'objectifs de cours faits par le département d'analyse financière de la Société de Bourse Portzamparc sur une période de 12 mois.

Date	Analyste	Objectif de prix	Cours de clôture	Ancienne Recommandation	Nouvelle Recommandation
20/07/2018 8:30	Nicolas Royot, CFA	53,90€	49,72€	Conserver	Renforcer
19/03/2018 8:30	Nicolas Royot, CFA	65,70€	62,25€	Renforcer	Conserver
29/09/2017 8:30	Nicolas Royot, CFA	57,00€	53,93€	Conserver	Renforcer

Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

Société	Détail des conflits d'intérêts potentiels
Rubis	

1. La Société de Bourse Portzamparc possède ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par cet émetteur;
2. Cet émetteur, ou ses actionnaires principaux, possèdent ou contrôlent, directement ou indirectement, 5% ou plus du capital en actions émis par la Société de Bourse Portzamparc;
3. La Société de Bourse Portzamparc a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois;
4. La Société de Bourse Portzamparc est teneur de marché pour les instruments financiers de cet émetteur;
5. La Société de Bourse Portzamparc a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.
6. La Société de Bourse Portzamparc et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse à travers laquelle Portzamparc Société de Bourse s'est engagée à produire et à diffuser des études de recherche d'investissement sur ledit émetteur;
7. La Société de Bourse Portzamparc a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;
8. L'auteur de cette étude ou une personne qui aurait aidé à l'élaboration de cette étude (ou un membre de son foyer), ou encore une personne qui, malgré sa non-implication dans l'élaboration de cette étude avait ou pouvait raisonnablement avoir accès aux éléments substantiels de cette étude avant sa diffusion détient une position nette ou courte supérieure à 0,5% du capital de cet émetteur
9. La recommandation présentée dans ce document a été divulguée à l'émetteur avant sa publication et diffusion et a été subséquentement modifiée préalablement à sa diffusion

Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4 - Tél 33 (0) 2 40 44 94 00

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08

Recherche

Nicolas ROYOT, CFA <i>Co-responsable de l'Analyse Financière</i>	royot@portzamparc.fr
Maxence DHOURY, CFA <i>Co-responsable de l'Analyse Financière</i>	dhoury@portzamparc.fr
Yann DE PEYRELONGUE Analyste Financier	depeyrelongue@portzamparc.fr
Arnaud DESPRE Analyste Financier	despre@portzamparc.fr
Anthony DICK Analyste Financier	dick@portzamparc.fr
Christophe DOMBU, PhD Analyste Financier	dombu@portzamparc.fr
Nicolas MONTEL Analyste Financier	montel@portzamparc.fr
Jeremy SALLÉE Analyste Financier	sallee@portzamparc.fr
Geoffroy MICHALET <i>Analyste Financier</i>	michalet@portzamparc.fr
Stéphanie MANTEIGAS <i>Corporate Access & Edition</i>	manteigas@portzamparc.fr
Stéphanie TASSIN <i>Corporate Access & Edition</i>	tassin@portzamparc.fr
Amandine PRIGENT Edition	prigent@portzamparc.fr
Téléphone	33 (0) 2 40 44 94 09

Vente Institutionnelle

François BREDOUX <i>Responsable Vente Institutionnelle</i>	33 (0) 2 40 44 95 21 bredoux@portzamparc.fr
Henri TASSO <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 41 tasso@portzamparc.fr
Henrique CRISTINO <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 31 cristino@portzamparc.fr
Nitin KHEDNAH <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 11 khednah@portzamparc.fr
Alexandre LE DROGOFF <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 48 ledrogoff@portzamparc.fr
Christophe CLEMENT <i>Vendeur institutionnel</i>	33 (0) 2 40 44 95 04 clement@portzamparc.fr
Franck JAUNET <i>Responsable Négociation, Sales trading</i>	33 (0) 2 40 44 95 26 jaunet@portzamparc.fr

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4 - Tél 33 (0) 2 40 44 94 00

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08