

Alternext - SBF 250 - CAC Mid&Small

RUBIS

L'histoire continue

Décembre 2017

Christine ROPERT
Analyste Financier
christine.ropert@gilbertdupont.fr
Tél : 33(0)1.40.22.41.99

RUBIS

ACHETER

58,61 € au 11 Décembre 2017

Objectif : 70,4 € (20,1%)

VALEUR FAVORITE / Midcaps

Visite privée

B/H 12M	37,43/59,86 €
Vol. 3M	162490 titres/jour
Nombre d'actions	93 542 892
Capi. boursière	5483 M€
Flottant	4715 M€
Marché	Euronext A
Secteur	Chimie / Pétrole
Bloomberg	RUI FF
Isin	FR0000121253
Indice	CAC MID 60

Actionnariat	Capital
Flottant	86,0%
Groupe Marcel Dassault	5,2%
Orfim	5,1%
FCP Rubis + Associés	3,6%

Chgt BPA corrigé (€)	12/17e	12/18e
Nouveau	2,62	3,07
Ancien	2,61	3,05
Var.	0,4%	0,6%

Ratios boursiers	12/16	12/17e	12/18e	12/19e
PE	25,4	22,4	19,1	17,9
PEG	1,9	1,6	1,1	2,6
P/CF	16,2	13,4	11,8	11,2
VE/CA	1,9	1,6	1,4	1,3
VE/ROC	19,1	17,0	14,6	13,5
VE/ROP	19,0	16,4	14,6	13,5
P/ANPA	2,8	2,6	2,4	2,3
Rendement	2,3%	2,5%	2,8%	3,0%

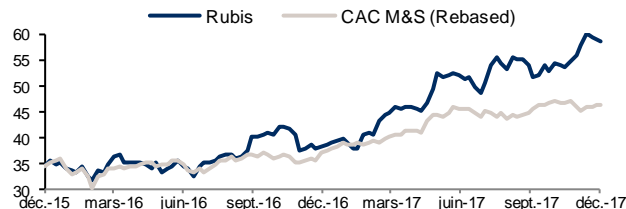
Données par action	12/16	12/17e	12/18e	12/19e
BPA corrigé (€)	2,30	2,62	3,07	3,28
Var.	13,3%	13,8%	17,1%	7,0%
CFPA (€)	3,61	4,38	4,97	5,26
FCFPA (€)	1,56	1,25	2,64	3,12
ANPA (€)	20,57	22,65	24,13	25,69
Dividende (€)	1,34	1,47	1,62	1,75

Cpte de résultat	12/16	12/17e	12/18e	12/19e
CA (M€)	3003,9	3916,4	4334,8	4504,1
Var.	3,1%	30,4%	10,7%	3,9%
ROC/CA (%)	10,0	9,2	9,5	9,7
ROP/CA (%)	10,0	9,5	9,5	9,7
ROP (M€)	301,2	373,5	412,2	436,1
RNPG publié (M€)	208,0	259,1	286,9	306,9
Var.	22,4%	24,5%	10,7%	7,0%
Marge nette (%)	7,6	6,7	7,0	7,2

Struct. financ.	12/16	12/17e	12/18e	12/19e
ROCE (%)	8,9	8,4	9,1	9,6
ROE (%)	11,4	11,5	12,5	12,6
CF (M€)	326,0	409,9	465,2	491,7
FCF (M€)	141,0	116,8	246,8	291,7
Det. fi. net (M€)	227,7	639,2	540,2	410,2
FP (M€)	1986,4	2263,8	2419,0	2581,9
Gearing (%)	11,5	28,2	22,3	15,9

Christine Ropert
 Analyste Financier
 +33 (0) 1 40 22 41 99
 christine.ropert@gilbertdupont.fr

Document achevé le 14/12/2017 10:06
 Document publié le 14/12/2017 - 10:38



Perf.	1 mois	6 mois	12 mois
Absolute	+4,8%	+12,7%	+54,1%
Rel / CAC M&S	+3,6%	+10,5%	+23,3%

L'histoire continue

- La publication du T3 est venue une nouvelle fois conforter la pertinence du business model de Rubis basé sur un bon équilibre de ses centres de profit (un élément renforcé au travers de sa politique d'acquisition) lui permettant d'assurer une croissance pérenne de son BPA de +10 à 15% par an.
- Après un exercice 2017 solide (RNPG corrigé attendu en hausse de +17,8%) dans un contexte de remontée des prix des produits pétroliers, Rubis aborde l'exercice 2018 sereinement, s'appuyant sur 1/ un net redressement d'Eres depuis un an dans un climat pétrolier plus favorable, 2/ un climat économique plus porteur en Chimie sur un périmètre de stockage étendu et 3/ un acquis de croissance de +10% lié aux récentes acquisitions.
- Malgré une politique de M&A dense, le groupe conserve une structure financière saine et rapidement mobilisable qui lui permet de rester opportuniste en matière de croissance externe. Avec une enveloppe estimée à plus de 500 M€ et des ratios d'acquisition maîtrisés, le groupe pourrait accroître son EBITDA de 12 à 15%. Le secteur de la distribution de produits pétroliers reste en consolidation et le groupe ne cache pas ses ambitions de renforcer ses positions en stockage ou dans la distribution de bitumes, une niche de marché prometteuse.
- Avec des estimations légèrement ajustées (BPA<1%) et un objectif de cours relevé à 70,4 € vs 65,9 €, nous confirmons notre opinion d'Achat sur le titre et son maintien dans notre liste de valeurs favorites.

L'HISTOIRE CONTINUE.....	1
1. UN T3 QUI LEVE LE DOUTE SUR LA RESILIENCE DU GROUPE.....	3
1.1. UN COCKTAIL VOLUME/MARGE FAVORABLE AU T3.....	3
1.2. UN MODELE DE DIVERSIFICATION RENFORCE PAR LES ACQUISITIONS.....	3
1.3. AJUSTEMENT DE NOS ESTIMATIONS.....	5
2. DES CATALYSEURS PERSISTANTS	5
2.1. ERES : UNE ACQUISITION QUI OUVRE DE NOUVELLES PERSPECTIVES	5
2.2. ACTIVITE STOCKAGE : UN CALL MACRO	8
2.3. CIBLES POTENTIELLES D'ACQUISITIONS	10
3. VALORISATION : 70,4 € PAR ACTION	11
3.1. DCF : 74,2 € PAR ACTION.....	11
3.2. COMPARABLES : 66,7 € PAR ACTION.....	12
3.3. SYNTHESE DE VALORISATION.....	14
3.4. ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	14

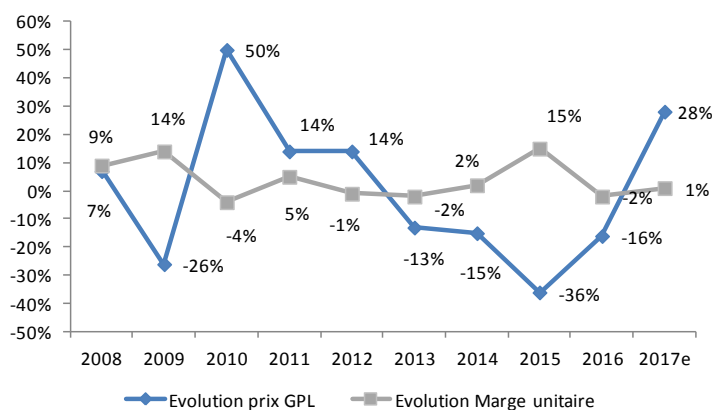
1. Un T3 qui lève le doute sur la résilience du groupe

1.1. Un cocktail volume/marge favorable au T3

La publication du CA T3 est venue conforter la perspective d'un exercice 2017 bien engagé et valider le sentiment d'un newsflow en voie d'amélioration qui devrait alimenter la poursuite d'une bonne performance boursière du titre. Le CA T3, en hausse de 36% (à 1008 M€), un indicateur peu pertinent compte tenu de l'influence de la variation des prix nominaux, présente toutefois plusieurs points de satisfaction :

- Une croissance globale des volumes qui reste soutenue, à +28% portée par les acquisitions mais également par une performance organique robuste (+5% à pcc). Les 3 divisions ont contribué à cette performance, particulièrement l'activité négoce (+60%) et l'activité de distribution (+32% dont +3% à pcc) sur une période de faible saisonnalité avec notamment un impact des Ouragans dans la zone Caraïbes peu visible (croissance volume de +3% de la zone, dans la continuité du S1) ;
- Une progression de 2 à 3% des marges de distribution portant à +2% l'évolution sur 9 mois après -2% en 2016 qui illustre le bon pricing power du groupe dans un environnement matières premières contrariant (hausse des cours du propane de +44% sur un an en euro au T3 et de +14% en séquentiel) ;

Corrélation entre l'évolution des prix du propane (€) et les marges de distribution



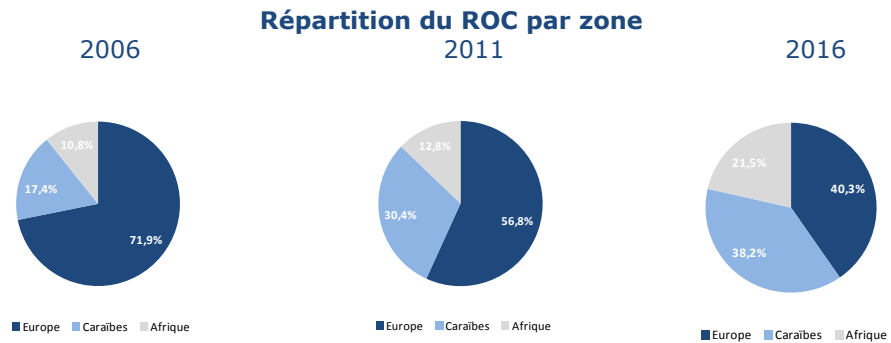
(*) Estimations 2017 réalisées en considération d'une marge stable au T4
Sources : société, GD

- Une croissance robuste de la division stockage dont les recettes progressent de 30% dont +10% à pc. Elle profite 1/ d'un redressement de la consommation de produits pétroliers en France (+3% vs +1,5% en 2016) et 2/ du dynamisme de l'international (+34% pour Rotterdam, +29% pour Anvers, +28% pour Ceyhan) ;
- Une contribution élevée des récentes acquisitions : Haïti, Eres (volumes de distribution de bitumes +16% au T3 sur une période de faible saisonnalité du fait de la période des pluies), Ceyhan en Turquie (+28% bénéficiant toujours d'une demande soutenue de transit de produits bruts et raffinés en provenance et à destination d'Irak).

1.2. Un modèle de diversification renforcé par les acquisitions

Cette publication vient surtout conforter la résilience du groupe par rapport à des phénomènes exogènes (évolution des prix nominaux, influence du dollar, incidence des Ouragans dans la zone des Caraïbes,...), une tendance qui s'est amplifiée au fil des acquisitions, et qui s'appuie selon nous sur plusieurs éléments :

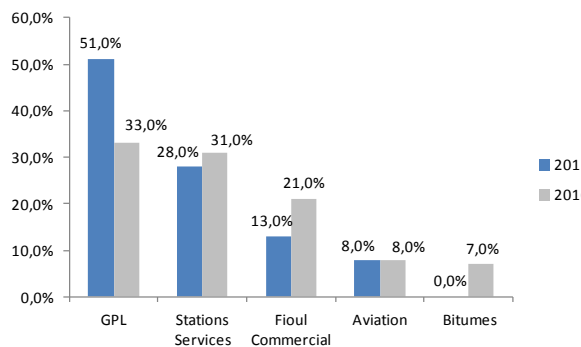
- **Une diversification des centres de profits** sur le plan géographique, qui se répartissent à hauteur de 40% en Europe, 38% sur la zone Caraïbes et 22% sur la zone Afrique vs respectivement 72%, 17% et 11% il y a 10 ans en considérant un ROC réintégrant la quote-part des mises en équivalence ;



Sources : société, GD

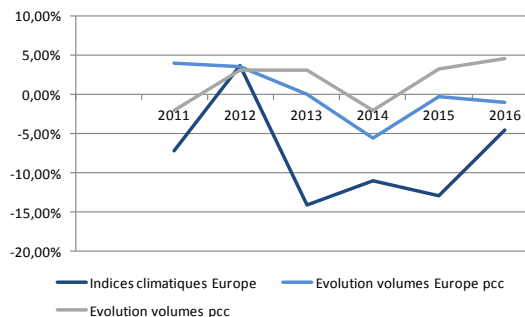
- **Un renforcement de nouveaux débouchés**
Si une large part des débouchés de distribution était, il y a encore 10 ans, destinée à des besoins primaires de chauffage, mécaniquement influencés par les indices climatiques, cela est aujourd'hui moins vrai. Les acquisitions récentes ont en effet largement permis de renforcer le poids des zones Caraïbes et Afrique tout en diversifiant la nature des produits distribués (GPL, produits pétroliers, bitumes) et ses débouchés (tourisme, aviation, industrie). Ainsi, si le poids du GPL reste prépondérant en 2016 (33% des volumes de distribution), celui-ci n'a de cesse de diminuer au profit des autres débouchés (notamment stations services et fioul commercial). Ce phénomène devrait encore s'accroître en 2017 après le rachat de Dinasa (Haïti) et Galana (Madagascar) avec une contribution des stations services dépassant celle du GPL.

Répartition des volumes par débouchés



Sources : Rubis, GD

Evolution des volumes en comparaison de l'indice climatique (Variation par rapport au normatif)



Sources : UGI, Rubis, Gilbert Dupont

- **Une moindre sensibilité aux prix des produits nominaux**
L'acquisition d'Eres a contribué à minorer légèrement la sensibilité du groupe à l'évolution des prix des produits pétroliers, l'activité de distribution de bitumes au

Nigeria étant sensiblement corrélée à l'évolution des recettes pétrolières, qui en constitue la plus grande part de son budget. Si la contribution d'Eres reste faible aujourd'hui du fait des difficultés du secteur pétrolier (ROC de bas de cycle de 20 M€ en 2016 vs 192 M€ pour les activités de distribution de Rubis Energie), il n'en demeure que le potentiel de redressement reste élevé (normatif de 40 M€).

Au global, ces éléments viennent 1/ renforcer la solidité intrinsèque d'un groupe privilégiant les zones disposant d'une protection de marges (niches de marchés disposant de marges administrées) et d'une maîtrise de sa chaîne logistique et 2/ contribuer largement à la pérennité de sa croissance.

1.3. Ajustement de nos estimations

Nos estimations sont légèrement ajustées comme suit :

(M€)	2016	2017e		2018e		2019e	
		Avant	Après	Avant	Après	Avant	Après
CA	3003,9	3651,7	3916,4	4060,8	4334,8	4215,4	4504,1
ROC	299,7	356,5	359,5	409,8	412,2	433,4	436,1
dont Rubis Energie	192,2	226,2	232,6	268,8	276,6	283,3	292,0
dont Rubis Terminal	53,6	70,5	73,2	76,6	77,8	80,6	81,9
dont Rubis Support Services	69,1	75,6	69,4	80,7	73,9	86,2	78,9
RNPG	208,0	258,2	259,1	285,1	286,9	306,0	306,9
BPA (€)	2,30	2,61	2,62	3,05	3,07	3,27	3,28
Après/Avant			0,4%		0,6%		0,3%

Les modifications opérées prennent notamment en compte :

- l'impact de la remontée des prix nominaux, plus fort que prévu sur le CA (+28%e pour le GPL, +21%e pour le Brent en 2017) ;
- un redressement plus rapide que prévu d'Eres dont la contribution opérationnelle est désormais estimée à 30,7 M€ (+55%) en 2017 vs 19,8 M€ en 2016 ;
- ces éléments positifs ont été atténués par l'intégration d'un recul plus marqué du ROP des activités de distribution en Europe (-11,7% par rapport à une base 2016 qui intégrait une reprise de provision de 7 M€), pénalisées surtout au S1 par un retrait des marges dont la reconstitution a commencé à s'opérer au T3.

Elles intègrent une croissance du RNPG corrigé de +18% en 2017 (hors comptabilisation du badwill de 14 M€ placé en non récurrent) dont +4% à pcc et de +17% en 2018 (+6% à pcc).

2. Des catalyseurs persistants

2.1. Eres : Une acquisition qui ouvre de nouvelles perspectives

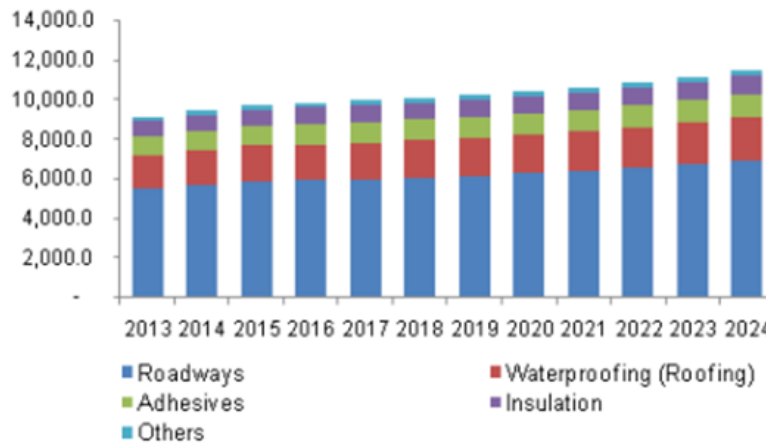
Le bitume est essentiellement constitué d'hydrocarbures lourds. Seuls 30% environ des pétroles bruts dans le monde sont aptes à la fabrication de bitumes. Pour être utilisé, le bitume est séparé du pétrole brut par distillation en raffinerie.

Si le groupe exerçait d'ores et déjà une activité de distribution de bitumes au travers de son réseau RAG (Rubis Antilles Guyane), son développement a véritablement démarré en juin 2015 avec l'acquisition de 75% du capital d'Eres, l'un des principaux acteurs indépendants en Afrique de l'Ouest (PDM>80%), notamment au Nigéria, Sénégal, Togo. Alors que le groupe disposait d'une option d'achat à horizon 3 ans, Rubis a procédé au rachat du solde du capital au bout d'un an. Au global, cette acquisition a représenté un montant d'investissement de 381 M\$ (environ 350 M€) dont 90 M\$ de BFR représentant un multiple d'acquisition de 5,8 fois l'EBITDA et un PE de 8,7, en phase avec les critères d'acquisition du groupe (6 à 8 fois l'EBITDA, PE de 8 à 10 fois).

Un marché de niche en voie d'expansion

Peu d'informations chiffrées sont communiquées sur le marché du bitume. Celui-ci était évalué en 2015 à environ 70 Mds\$ et pourrait atteindre plus de 90 Mds\$ en 2020 (soit un taux de croissance estimé entre +4 à 7% par an), du fait de besoins croissants émanant notamment d'une urbanisation croissante. La demande de bitume répond essentiellement à des besoins de construction de route (environ 75% des besoins), en provenance principalement des pays émergents (Asie-Pacifique, Afrique, Moyen-Orient), mais profite également d'un engouement croissant pour des constructions de toits plats étanches.

US bitumen market revenue, by application, 2013-2024 (USD million)



Source : Grand View Research

A contrario de cette demande croissante, le marché fait face à une baisse structurelle de son offre de bitumes du fait d'un parc de raffinage vieillissant voire même en réduction en Europe et aux Etats-Unis et à la reconversion d'outils de raffinage, créant ainsi une augmentation des flux logistiques entre les pays importateurs de bitumes (Nigéria, Afrique, Inde) et les pays Exportateurs (Golfe de Méditerranée, Golfe persique, Venezuela, Thaïlande, Chili). Longtemps considéré comme une activité régionale, le marché du bitume s'appréhende ainsi aujourd'hui sur une échelle mondiale, permise grâce à une montée en puissance des navires de transport (seulement 20% des flux), la réduction de leur consommation en carburant, la spécialisation des outils qui en ont amélioré le profil économique.

Le paysage concurrentiel est très morcelé, composé essentiellement de traders internationaux (Vital, Trafigura), d'acteurs indépendants (Rubis, Oryx), d'acteurs locaux et dans une moindre mesure de compagnies pétrolières internationales dont les activités bitumes ne font pas partie de leurs actifs stratégiques.

Principaux acteurs du secteur

	Organisation	Localisation	Capacité
Traders internationaux			
Vitol	Création d'une JV à 50/50 avec l'américain Sargeant Marine en 2015	Raffinerie multi-produits à Anvers. La raffinerie de Rotterdam vient d'être cédée à HES qui souhaite étendre ses capacités de stockage en Europe	Leader indépendant du marché avec une flotte de 14 navires et la commercialisation de 1,3 million de m3.
Trafigura	Distribution au travers de Puma Energy (taux de détention de 49%)	Singapour	Avec l'arrivée de 4 navires supplémentaires, le groupe détient désormais 11 navires et une capacité de stockage de 500 000 tonnes de bitumes. Désengagement de l'activité bitumes au Vietnam, Chili, Malaisie et Royaume-Uni en 2014.
Acteurs indépendants			
Rubis	Eres	Nigeria, Togo, Sénégal	Commercialisation de 400 000 tonnes de bitumes avant la crise avec 12 navires en pleine propriété ou affrétés dont 4 bitumiers.
Oryx Energies			Entré en 2010 sur le marché des bitumes. Le groupe nourrit des ambitions de développement au Nigeria pour répondre à des besoins d'infrastructures.
Acteurs pétroliers			
Shell			11 000 tonnes de bitumes au travers 30 pays.
BP	Star oil	Mauritanie	Unique importateur et distributeur de bitumes en Mauritanie.
Total		Allemagne	1er fournisseur européen de bitumes. Partenaire de référence pour les clients miniers en Afrique. Volonté de développement dans le bitume réaffirmée au travers 1/ le développement d'une offre bitume online en France et un portail à destination des distributeurs de lubrifiants déployés dans une vingtaine de pays dont les Emirats Arabes Unis; 2/ la construction d'une nouvelle usine de 30 000 tonnes mise en service en mai 2016.
ExxonMobil		France	456 000 de tonnes de bitumes fabriquées en 2016. Investissements réalisés en Europe du Nord pour accroître les capacités de production de bitumes. Volumes commercialisés en 2016 en hausse de 19% dont une part vers l'exportation, en forte progression.
ConocoPhillips			12% de la production réalisée dans les bitumes. 183 Mbaril/jour en mars 2017 (+21%)

Sources : GD, sociétés

Ce marché spécifique, présente pour autant des caractéristiques communes avec les autres débouchés du groupe :

- Un **marché de niche** face à des acteurs pétroliers généralistes couvrant l'ensemble du spectre des produits pétroliers et qui ont tendance à se délaissier d'actifs peu stratégiques, y compris bitume ;
- Une **position incontournable** sur le marché (PDM d'Eres de 70% en Afrique de l'Ouest), avec une capacité de développement sur le Sénégal, Togo ;
- La **maîtrise des infrastructures logistiques** : terminaux d'importation, flotte de navires, terminaux satellites, flotte de camions.

Retour à un newsflow plus favorable

Malgré une volonté de diversification de son économie, le Nigeria reste fortement dépendant des secteurs pétrolier et gazier qui représentent 90% de ses recettes en devises et encore 14% de son PIB (vs plus de 25% en 2000).

Après une période difficile marquée par l'effondrement des recettes pétrolières et la dépréciation de sa monnaie locale, les premiers signaux de retournement de tendance se confirment matérialisés par :

- Un redressement du prix du baril jusqu'à plus de 60 \$ le baril (brent) ;
- L'amélioration des perspectives économiques avec la sortie de récession du Nigeria à compter du T2 2017 (PIB de 0,55%) préalable à une reprise en 2017-2018e ;

(%)	2015	2016e	2017p	2018p
PIB Nigeria	2,7	-1,5	0,8	2,3

Source : Coface

- Une réactivation des dépenses gouvernementales en faveur de projets d'infrastructures, mentionnés comme un secteur prioritaire dans le budget 2018 aux côtés de la santé, du logement et de la création d'emploi. Ainsi le gouvernement de Muhammadu Buhari a consacré plus de 6 millions de dollars du budget 2017 aux dépenses d'investissements dans les infrastructures soit près du double des investissements réalisés en 2016.

Malgré des efforts consentis pour offrir en concession de nouveaux projets, le réseau routier nigérian d'environ 195 millions de km est en mauvais état, vite dégradé par les pluies et le manque d'entretien. Seules 20% des routes sont ainsi asphaltées (vs 28% à l'échelle de l'Afrique), confirmant ainsi le fort potentiel de développement de l'industrie.

Après un point bas atteint au S1 2016, les volumes de distribution de bitumes d'Eres ont commencé à se redresser à compter du S2 pour s'inscrire en progression de 27% sur l'ensemble de l'exercice 2016 et de +36% au S1 2017, se matérialisant par un net redressement des résultats. Alors que le S2 s'avère moins significatif compte tenu d'une moindre saisonnalité (saison des pluies), le net redressement opérationnel observé au S1 (+33%) constitue un bel acquis confortant le scénario de net redressement pour 2017. La réorientation des flux de distribution de fioul vers la distribution de bitumes devrait également contribuer à l'amélioration du mix-produit.

Eres : sur la voie de la recovery

ROC Eres	2014	7 mois 2015	2015 annualisé	S1 2016	S2 2016	2016	S1 2017
Distribution		6,0		11,8	5,6	17,4	20,6
Négoce		8,0		3,1	-0,7	2,4	0,7
TOTAL	64,5	14,0	33,6	14,9	4,9	19,8	21,3

Sources : GD, société

L'acquisition d'Eres constitue indéniablement une première étape dans la construction d'une troisième branche d'activité pour le groupe qui passera par le renforcement de ses capacités d'importation et de sécurisation de ses débouchés en distribution finale (via des alliances ou des JV), notamment en Afrique de l'Est ou Asie du Sud Est.

2.2. Activité stockage : un call macro

L'activité de Rubis Terminal représente une capacité de stockage de 3,5 millions de m3 qui se répartissent sur 3 bassins géographiques :

- La France qui représente 70% des capacités du groupe ;
- La zone ARA (10% des volumes) composée de sites de stockage situés à Rotterdam (consolidation par intégration globale) et à Anvers (JV à 50/50 avec Mitsui, intégré par mise en équivalence) ;
- La Turquie, détenue désormais depuis le début de l'année 2017 à 100% (vs 50% auparavant) contribuant à hauteur de près de 20% des volumes.

Avec des recettes de stockage de 129 M€ à fin septembre (+33%), la division Rubis Terminal s'inscrit dans une tendance de claire amélioration de ses débouchés au fil des trimestres :

Evolution trimestrielle des recettes de stockage par segment

	T1 2016	S1 2016	T3 2016	T4 2016	T1 2017	S1 2017	T3 2017
Recettes de stockage / trim	30,0	63,0	34,0	34,0	42,0	85,0	44,0
Var	0%	5%	3%	1%	38%	35%	29%
Var pc (parc 100%)	4%	5%	2%	9%	14%	14%	13%
Petrole France	3%	5%	2%	3%	9%	5%	5%
Chimie	-4%	-3%	0%	7%	15%	10%	21%
Engrais	-15%	-3%	13%	0%	nc	8%	8%
Oléagineux	-4%	-1%	0%	8%	nc	-15%	nc
Rotterdam	7%	19%	0%	-8%	14%	21%	34%
Anvers	13%	5%	17%	26%	33%	30%	29%
Ceyhan	13%	12%	-10%	46%	28%	19%	28%

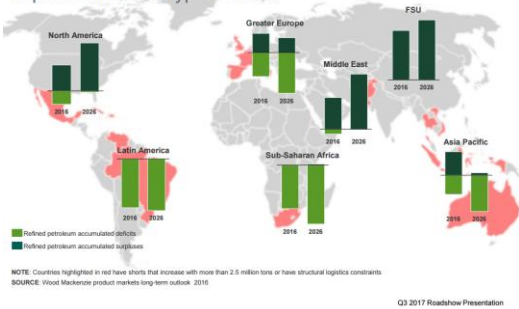
Sources : société, GD

Ce mouvement, qui devrait se poursuivre sur 2018 se trouve alimenté par :

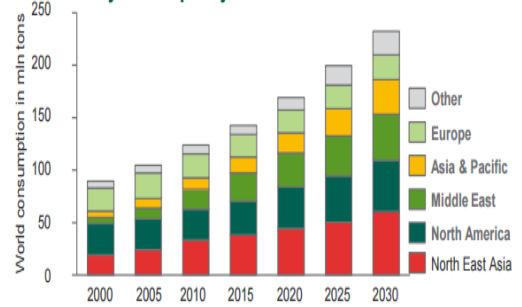
- **un redémarrage de l'économie en Europe** se matérialisant par 1/ une légère hausse de la consommation de produits pétroliers en France (+ 0,9% sur les 10 premiers mois de l'année vs -0,9% sur 2016) et 2/ un redémarrage du secteur chimique (+4% en volume sur les 7 premiers mois 2017 en France vs +2% en 2016), profitant notamment de la progression de l'industrie automobile et de la construction ;

Imbalances of petroleum products

Growing need for efficient hub functions and import/distribution type facilities



Ethylene Capacity Growth



Source : Vopak

- **une extension des capacités de stockage** compte tenu des démarrages programmés et prises de parts de marché obtenues :
 - o Près de 100 000 m3 additionnels à Rouen pour accompagner notamment l'obtention de la gestion des contrats Sagess (stockages stratégiques de la France) au S2 2017, source de visibilité et de pérennité de la croissance ;
 - o Anvers 30-35 000 m3 (d'ici fin 2017) sécurisé par l'obtention d'un contrat avec Chevron Chemical qui devrait démarrer début 2018 ;
 - o Turquie : construction de 100-150 000 m3 d'ici fin 2018 après obtention des permis qui devrait donner au groupe plus de flexibilité.

Evolution des capacités de production de stockage de Rubis Terminal

(en m3)	2015	2016	2017e	2018e	objectifs MT
Rouen	658 000	658 000	756 000	756 000	756 000
Brest	131 000	131 000	131 000	131 000	131 000
Dunkerque	475 000	475 000	475 000	475 000	475 000
Strasbourg	700 000	700 000	700 000	700 000	700 000
Village-neuf	62 000	62 000	62 000	62 000	62 000
Salaise	19 500	19 500	19 500	19 500	19 500
St Priest	94 000	94 000	94 000	94 000	94 000
Villette de Vienne	0	64 200	64 200	64 200	64 200
Villeneuve la garenne	11 220	0	0	0	0
Corse	37 000	37 000	37 000	37 000	37 000
TOTAL France	2 187 720	2 240 700	2 338 700	2 338 700	2 338 700
Variation		2,4%	4,4%	0,0%	0,0%
Rotterdam	161 600	197 000	197 000	197 000	300 000
Anvers (100%)	110 000	155 500	155 500	185 500	275 000
Ceyhan	650 000	650 000	650 000	750 000	1 000 000
TOTAL International	921 600	1 002 500	1 002 500	1 132 500	1 575 000
Variation		8,8%	0,0%	13,0%	39,1%
TOTAL RUBIS	3 109 320	3 243 200	3 341 200	3 471 200	3 913 700
Variation		4,3%	3,0%	3,9%	12,7%

Source : GD

Au global, en considération du démarrage de nouveaux contrats, d'une légère amélioration des taux d'utilisation des capacités dans un environnement plus favorable, Rubis Terminal devrait être en mesure d'afficher une croissance du CA de 5% par an sur 2017-2018 avec un levier sur les résultats compte tenu d'une structure de coûts fixes élevés. A moyen terme, le groupe dispose des terrains disponibles permettant d'étendre au-delà de 2018 de près de 13% les capacités, particulièrement à l'international.

A plus longue échéance, les pressions gouvernementales exercées en faveur de la disparition des véhicules Diesel constituent des drivers structurels de long terme qui devraient être globalement favorables pour un groupe comme Rubis compte tenu 1/ d'une rentabilité des capitaux engagés supérieure pour des actifs de stockage d'Essence vs Diesel ; 2/ de sa capacité financière à engager les investissements nécessaires à la conversion de son parc ; 3/ d'une disponibilité foncière pour procéder à l'extension de capacité (le stockage d'Essence exigeant des besoins additionnels de stockage de l'ordre de 15% par rapport au Diesel). Ces évolutions devraient par ailleurs favoriser un assainissement du marché.

2.3. Cibles potentielles d'acquisitions

Rubis a toujours mis en œuvre une combinaison harmonieuse de croissance organique et d'acquisitions lui permettant d'afficher un taux de croissance moyen élevé du RNPG de +20% par an depuis 10 ans et de +10% au niveau des BPA.

40 opérations ont ainsi été réalisées depuis plus de 20 ans pour un montant cumulé supérieur à 2 Mds€. Le track-record du groupe en matière d'acquisition et d'intégration s'avère largement positif, s'inscrivant dans un cadre stratégique clair et respectant dans la durée des critères bien définis :

- Des niches de marchés ;
- Des positions commerciales fortes ;
- Une bonne maîtrise de la chaîne logistique d'importation ;
- Des multiples de valorisation de 6 à 8 fois l'EBITDA et de 8 à 10 fois le RN

Principales acquisitions du groupe sur 5 ans

Date	Acquisition	Interlocuteur	Valorisation	Relation sur le BPA
Janvier 2012	Rachat d'un dépôt pétrolier en Turquie	Med Energy Holding	115 M\$ +60M\$ d'investissements complémentaires	
Juillet 2012	Cession de la distribution GPL en République Tchèque et au Sénégal (90 000 T)	nd	nd	nd
Janv 2013	Distribution de carburants et fioul en Jamaïque	Blue Equiy LLC	Prix d'acquisition estimé à 92 M\$ (10 fois le RNe)	Effet relatif 5%
Janvier 2013	Reichstett (stockage)	Petroplus	Prix d'acquisition (1C+ 40 MC d'inv) sot 5,5 fois l'EBITDA	Relation de 2%
Août 2013	Cession de la filiale GPL en Allemagne	Westfa		
Juillet 2014	Actifs de distribution GPL au Portugal	BP	Prix d'acquisition 115 MC (multiple de 4 fois l'EBE)	Impact relatif de 9% après AKA de 80 MC
Juillet 2014	Multigas (conditionnement et distribution d'ammoniac)	Carbagas	nd	nd
Juillet 2014	Distribution de GPL en Suisse	TOTAL	Prix d'acquisition 17 MC, soit 8,5 fois l'EBE	Relation 1%
Sept 2014	Renforcement dans la SARA (35 à 71%)	TOTAL	6,5 fois le RN et 4,2 fois l'EBITDA	Relation de 7% sur la base d'un renforcement de 50%
Mai 2015	Acquisition SRPP (Réunion)	SHELL/TOTAL	Prix d'acquisition 110 MC soit des multiples de 5 fois l'EBE et 10 fois le RN	Relation estimée à 7% en années pleine
Juin 2015	Acquisition ERES à 75%	Groupe familial	315 M\$ pour 75% du capital. Multiple de PE entre 7,8 et 9,6 pour 100%e	8%e en 2015 sur une demie-année et 13% en année pleine
Sept 2015	Fusion des activités Afrique Australe avec Realite Gaz	RUBIS/Realite-Engen	Nouvel ens : 170 MC de CA pour des volumes de 170 000 tonnes (vs 120 000 tonnes avant). Rubis détiendra 60% du nouvel ensemble	nc
Oct 2015	Acquisition activité de distribution de pds pétroliers à Djibouti	TOTAL (Tribunal de Commerce)	Prix d'acquisition 20 M\$, soit 6,7 fois le RN	Relation 2%
Avril 2016	Actifs distribution Bermudes	nd	Prix d'acquisition 17,7 M\$	} Relation de 3% en 2016 et de 4% en année pleine 2017
Avril 2016	Solde Eres (25%)	Groupe familial	66 M\$ soit 6 fois l'EBITDA	
Dec 2016	Cession Multigaz (gaz spéciaux en Suisse)	Gazechim	Prix de cession 16 MC avec PV 5 MC	
Janvier 2017	Rachat des 50% de Delta Rubis		prix d'acquisition de 58 M\$ (dont 35 M\$ de reprises de dettes) soit un VE/EBITDA de 5,8 fois	Relation 0,6% sur 1/2 année et +1,4% en 2018
Mai 2017	Acquisition d'actifs de distribution à Haïti	Unibank	Prix d'acquisition 250-300 MC pour 600 000 m3. Multiple d'acquisition 5 à 6 fois l'EBITDA après synergies et 7 à 8 fois le RN	Relation 13% en année pleine
Juillet 2017	Leader de la distribution de produits pétroliers à Madagascar	Famille Galana	Prix d'acquisition estimé à 200 MC (5 à 6 fois l'EBITDA, 9 à 10 fois le RN)	Relation 8%
Juillet 2017	Distribution de GPL au Portugal	Repsol	nd	ns
Octobre 2017	Distribution de carburants en Corse	EG Retail	10 à 12 fois le RN soit 20-25 MC	Relation <1%

Sources : sociétés, GD

Marges de manœuvre financière renforcées

Afin de perpétuer sa politique d'acquisitions active et disposer de marges de manœuvre rapidement mobilisables, le groupe a toujours attaché une grande importance à la préservation de ses moyens financiers.

En dépit des acquisitions réalisées fin 2016 et début 2017, le groupe conserve une structure financière saine avec une dette nette à fin juin 2017 de 489 M€, représentant 24% de ses fonds propres et un ratio de DN/EBITDA de 1,2 (1,4 ajusté des acquisitions de Repsol et Galana en juillet). Ce niveau se situe encore largement en deçà des limites que s'impose le management (gearing de 40%), elles mêmes sensiblement inférieures à ses covenants bancaires (gearing <100%, DN/EBITDA <3,5), procurant au groupe des marges de manœuvre confortables, estimées à plus de 500 M€ (seuil de 500 M€ réalisé sur la base d'un retour à un gearing de 40% ou 2 fois l'EBITDA, qui constituent selon nous des points seuils ouvrant la voie à un renforcement des fonds propres).

Les lignes en capital émises en 2013 (dans une limite de 2 440 000 actions) ont été renouvelées et renforcées en juillet dernier auprès de Crédit Agricole et Société Générale (pour une période de 40 mois). Elles offrent au groupe la possibilité de réaliser des augmentations de capital successives dans la limite autorisée 4 400 000 actions (soit 5,9% du capital) avec une décote de 5% par rapport au cours moyen pondéré des 3 derniers cours. L'utilisation de ces lignes en capital pourrait ainsi représenter, sur la base du cours actuel, une enveloppe complémentaire de 245 M€.

Ces moyens devraient permettre au groupe de concrétiser ses ambitions sur 4 axes :

- **l'augmentation des capacités de production de stockage** sur les sites d'Anvers (+100 000 m3 potentiel), Rotterdam (+100 000 m3) et de Ceyhan (+250 000 m3) ;
- le **renforcement des positions du groupe dans la distribution de bitumes** en saturant les outils de distribution en amont (Iran) ou en aval (Inde, Afrique de l'Est) avec la possibilité de constituer un troisième centre de profit pour le groupe ;
- la **poursuite d'un développement de son maillage géographique en distribution de produits pétroliers** (les zones de St Domingue, Cuba, Afrique de l'Est, pouvant être citées comme cibles potentielles...) dans un secteur qui poursuit sa consolidation. Vivo Energy (filiale de Vitol) a ainsi annoncé ces derniers jours être entrée en négociation avec Engen Holding pour la reprise d'un réseau de stations services en Afrique lui permettant d'étendre ses positions sur 9 pays supplémentaires dont le Congo, Zimbabwe, la Réunion, la Zambie, ... Les activités d'Engen réalisées à l'île Maurice, au Botswana, Ghana Namibie, Swaziland et Lesotho n'ont pas été incluses dans la négociation mais pourraient susciter ultérieurement un intérêt pour Rubis d'ores et déjà présent au Botswana et Namibie depuis 2011 suite au rachat à Puma Energy d'actifs de distribution de GPL ;
- un **opportuniste grandissant dans l'acquisition d'actifs de stockage** pour étendre son périmètre géographique (Brésil, Moyen-Orient ?) et renforcer son exposition au secteur chimique (11% des recettes en 2017).

3. Valorisation : 70,4 € par action

3.1. DCF : 74,2 € par action

Les hypothèses retenues dans le cadre de notre valorisation par DCF sont :

- Un taux d'actualisation de 6,5% ;
- Une croissance du ROC de 6,5% par an, en phase avec la croissance normative de ses résultats (+10 à 15% par an pour moitié par croissance externe et pour moitié par croissance interne), une hypothèse qui ne tient pas compte du levier croissance externe ;

- Un taux d'investissement normatif de 4 à 5% du CA ;
- Un taux d'IS de 30%, plus faible qu'en France, grâce à un effet mix géographique positif ;
- Une valorisation des mises en équivalence (Anvers) réalisée sur la base d'un ratio de 12 fois l'EBITDA, cohérent avec les ratios de transaction observés dans les activités stockage.

(M€)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Chiffre d'affaires	3916,4	4334,8	4504,1	4616,7	4732,1	4850,4	4971,7	5071,1	5172,5	5250,1
Variation	30,4%	10,7%	3,9%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%	2,0%	1,5%
ROC	359,5	412,2	436,1	464,4	494,6	526,8	561,0	597,5	636,3	677,7
ROC/CA	9,2%	9,5%	9,7%	10,1%	10,5%	10,9%	11,3%	11,8%	12,3%	12,9%
IS	107,9	123,7	130,8	139,3	148,4	158,0	168,3	179,2	190,9	203,3
Amortissements & prov.	150,3	164,0	169,2	184,7	198,6	208,6	219,0	229,9	241,4	253,5
Cash flow d'exploitation	402,0	452,5	474,5	509,8	544,9	577,3	611,7	648,2	686,8	727,9
Investissements industriels	198,0	200,0	180,2	189,2	198,6	208,6	219,0	229,9	241,4	253,5
Variation du BFR	95,1	18,3	0,0	11,8	9,9	10,2	10,4	8,6	8,7	6,7
Cash flow disponible	108,8	234,1	294,3	308,8	336,3	358,6	382,3	409,7	436,7	467,7
Somme des CF actualisés	2422,7									
Valeur terminale	9511,0									
Valeur terminale actualisée	5400,2									
Endettement net 2016 après acquisitions	757,9									
Intérêts minoritaires	162,4									
Valorisation des mises en équivalence	40,8									
Valeur de l'entreprise	6943,4									
Nombre d'actions (M)	93,5									
Valeur par action	74,2 €									

3.2. Comparables : 66,7 € par action

Rubis dispose d'un positionnement unique sur le marché de par sa présence à la fois sur des activités de stockage et des activités de distribution. Les comparables utilisés sont des acteurs majeurs présents sur l'une de ces 2 activités.

Parmi les acteurs de la distribution nous pouvons citer une multitude d'opérateurs :

- **Suburban** est un distributeur de produits pétroliers (GPL, gaz naturel, produits raffinés,...) couvrant 41 Etats des Etats-Unis ;
- **Amerigas** est le leader de la distribution de GPL aux Etats-Unis avec une PDM de 15% ;
- **UGI Corporation**, le holding de contrôle d'Amerigas, est un distributeur de produits énergétiques (gaz naturel, propane, butane, électricité). En Europe, le groupe détient notamment Antargaz depuis 2006 et Totalgaz depuis 2015 ;
- **Ferrellgas** est une entreprise américaine de distribution de gaz naturel basée au Kansas ;
- **DCC Energy** : n°1 de la distribution de GPL au Royaume Uni et en Suède. Ses positions ont été renforcées en Europe en 2015 avec le rachat de Butagaz ;
- **Aygaz**, principal distributeur de GPL en Turquie avec un volume de 2,1 millions de tonnes et une PDM de 29%, présent notamment sur le segment des bouteilles, du vrac et du GPL carburant.

Les comparables dans le domaine du stockage sont moins nombreux :

- **Vopak** (NL), le leader mondial du stockage de produits liquides avec 66 terminaux répartis sur plus de 25 pays représentant une capacité de près de 36 millions de m3. Vopak se distingue de Rubis par : 1/ une exposition géographique beaucoup plus large ; 2/ une exposition plus forte au contango (activité de trading) qui induit mécaniquement plus de volatilité et 3/ une exposition plus forte au secteur du pétrole. Sur la zone ARA, l'activité Pétrole représente plus de 40% alors que Rubis alloue davantage ses capacités au secteur de la Chimie, aujourd'hui plus porteur (80% de l'activité de Rubis sur la zone ARA vs 15% pour Vopak).

- **Energy Transfer** (US), issu de la fusion entre Sunoco Logistics Partners et Energy Transfer Partners en avril 2017. Le groupe est présent dans les infrastructures pétrolières et gazières aux Etats-Unis : transport et stockage de produits diversifiés comme le pétrole gaz naturel, les produits liquides, les produits raffinés,...
- **Odfjell** (NO) : société norvégienne spécialisée dans le transport et le stockage de produits liquides (surtout chimiques), notamment aux Pays-Bas, en Belgique, aux Etats-Unis, en Chine et en Iran. Le groupe a récemment procédé à la cession de ses terminaux en Oman et à Singapour. L'activité terminaling a représenté en 2016 un CA de 123 M\$ (15% du CA).

Multiples de valorisation des comparables

	Capit. Bours.	VE/EBITDA			VE/EBIT			PE		
		17	18	19	17	18	19	17	18	19
Suburban (US)	1237	11,5	9,4	8,9	24,2	17,0	16,3	33,0	16,1	13,2
UGI (US)	7252	8,5	8,3	8,2	12,2	11,9	11,7	21,3	19,8	18,7
Amerigas (US)	3608	12,5	10,6	10,4	18,2	15,1	14,5	21,2	16,4	16,5
Ferrellgas (US)	352	10,9	8,3	7,8	22,5	14,0	13,0		31,7	32,7
DCC (IRL)	7057	13,7	11,5	10,9	17,5	15,1	14,0	22,4	19,1	18,4
Aygaz (TR)	1002	12,1	11,1	11,0	14,6	13,5	14,5	8,3	8,3	7,7
Moyenne Distributeurs		11,5	9,9	9,5	18,2	14,4	14,0	21,2	18,6	17,9
Vopak (NL)	4636	9,9	9,9	9,0	16,7	17,8	16,0	17,0	16,7	14,6
Energy Transfer (US)	16271	7,9	7,0	6,4	16,3	12,2	10,4	25,9	16,6	12,2
Odfjell (NO)	266	10,1	8,5	6,8	33,6	25,7	14,4	ns	ns	ns
Moyenne Stockistes		9,3	8,5	7,4	22,2	18,6	13,6	21,4	16,7	13,4
Moyenne pondérée		11,1	9,6	9,1	19,0	15,3	13,9	21,3	18,2	17,0
Prime 10%		12,8	11,1	10,5	21,9	17,5	16,0	24,5	21,0	19,5
Multiples Rubis	5501	12,0	10,5	9,8	17,1	14,7	13,6	22,4	19,1	17,9
Valorisation Rubis		62,7	62,3	63,5	77,2	71,5	70,3	64,1	64,4	64,1
Moyenne	66,7									

Sources : FactSet, GD

Nous avons utilisé une pondération de 80% pour les acteurs de distribution et de 20% pour les acteurs stockage, en cohérence avec la répartition du ROC de Rubis.

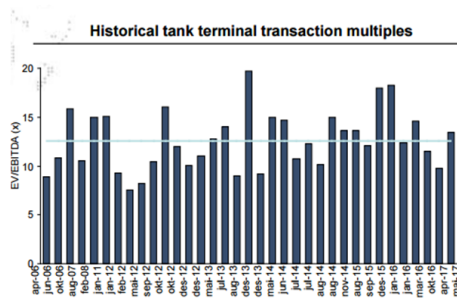
Nous avons appliqué une prime de 15% aux multiples pondérés obtenus en considération des perspectives de croissance plus favorables de Rubis (tant sur la période historique qu'en matière de perspectives) et d'une meilleure structure financière.

Données financières des comparables de Rubis

	CA 2016	EBIT 2016	MOP 2016	Gearing 2016	TMVA BPA 13-16	TMVA BPA 16-19e
Suburban	992	83,1	8,4%	171,5%	-42,8%	86,0%
UGI	5391	920,8	17,1%	111,1%	17,9%	3,9%
Amerigas	2192	363,7	16,6%	255,8%	-1,6%	12,5%
Ferrellgas	1934	-506,5	-26,2%	-303,8%	-330,8%	-130,9%
DCC	14301	423,7	3,0%	11,1%	13,3%	9,6%
Aygaz	1694	76,1	4,5%	4,9%	15,3%	7,0%
Médiane Distributeurs	2063	223	6,4%	61,1%	5,8%	8,3%
Vopak	1347	461,1	34,2%	74,2%	1,9%	-1,7%
Energy Transfer	8639	773,6	9,0%	85,3%	-7,8%	5,7%
Odfjell	818	104,6	12,8%	122,0%	-217,3%	-17,2%
Moyenne Stockistes	4993	617,4	21,6%	79,7%	-2,9%	2,0%
RUBIS	3004	301,2	10,0%	11,5%	15,6%	12,5%

Sources : FactSet, GD

A noter que les multiples de transactions observés dans le stockage sont actuellement bien supérieurs aux ratios retenus au travers des multiples des comparables (8,4 fois l'EBITDA en 2018e), nous amenant à considérer cette valorisation par comparables comme prudente. La récente cession des terminaux de stockage de Odfjell à Singapour à un prix de plus de 13 fois l'EBITDA, supérieur à la moyenne des multiples observés depuis 10 ans (environ 12 fois l'EBITDA) vient encore une fois illustrer le niveau élevé des prix de transactions dans le secteur.



Source : Odfjell

3.3. Synthèse de valorisation

Au global, la moyenne de ces 2 approches nous conduit à relever notre objectif de cours à 70,4 € (vs 65,9 €) et à confirmer notre opinion d'Achat sur le titre.

Méthode utilisée	Euros par action	Potentiel	Pondération	PE 2018	PE 2019
DCF	74,2	26,6%	50%	24,2	22,6
Comparaisons boursières	66,7	13,7%	50%	21,7	20,3
Moyenne pondérée	70,4	20,1%		23,0	21,5

Source : GD

3.4. Argumentaire d'investissement

Malgré l'évolution favorable du titre, Rubis affiche toujours un profil d'investissement attractif s'appuyant sur :

- Une croissance régulière, porteuse de visibilité du fait d'une protection naturelle assurée par la grande diversification géographique et de la nature de ses débouchés. L'exercice 2018 devrait encore bénéficier d'un acquis de croissance des récentes acquisitions (Haïti, Madagascar, Corse, Portugal) estimé à 11% au niveau du RNPG s'ajoutant aux drivers internes (Eres, Rubis Terminal) ;
- Une structure financière saine lui permettant de poursuivre le déploiement de son maillage géographique par des investissements internes (Rubis Terminal) ou externes (Rubis Energie) avec une capacité d'investissement de plus de 500 M€ (levier de 12 à 15% sur l'EBITDA et de 10 à 12% sur le RNPG) qui porterait notre TP à 79 € (+35%) ;
- Une amélioration du newsflow pour l'activité bitume et Rubis Terminal dans un environnement macroéconomique plus favorable ;
- Une valorisation qui reste raisonnable eu égard à son profil de croissance et sa bonne visibilité.

En considération de ces éléments, nous maintenons notre opinion Acheter sur le titre et le conservons dans notre liste de valeurs favorites.

Activité

Rubis est spécialisé dans le Stockage de produits liquides diversifiés et la Distribution de GPL en France et à l'International.

Concurrence

Antargaz, Butagaz, Vopak, Oil Tanking, Oryx Energy

Effectif

2709 personnes

Calendrier

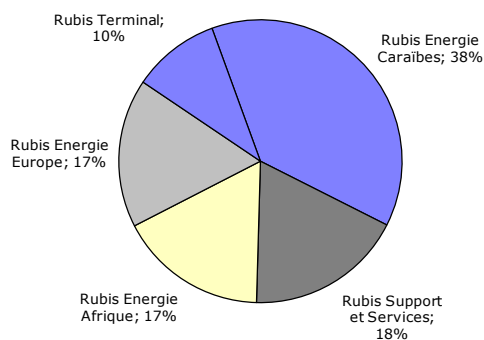
8/02/2018 : CA 2017

Coordonnées

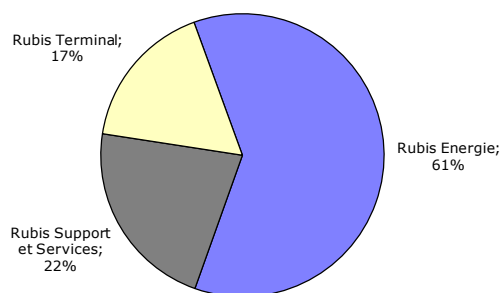
105 avenue Raymond-Poincaré
75116 PARIS

Tél : + 33 (0) 1 44 17 95 95
Site : www.rubis.fr
Resp. com. : Mr KRIEF (DGF)

CA 2016 par division



ROC 2016 par division



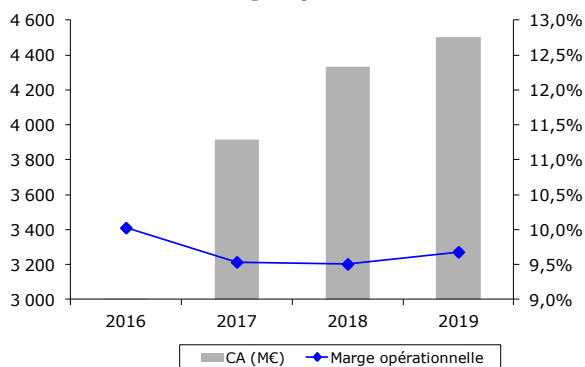
Points forts

- Acteur de niche indépendant détenant des positions fortes sur ses marchés
- Savoir-faire en matière d'acquisitions
- Forte récurrence et visibilité des résultats
- Barrières à l'entrée élevées

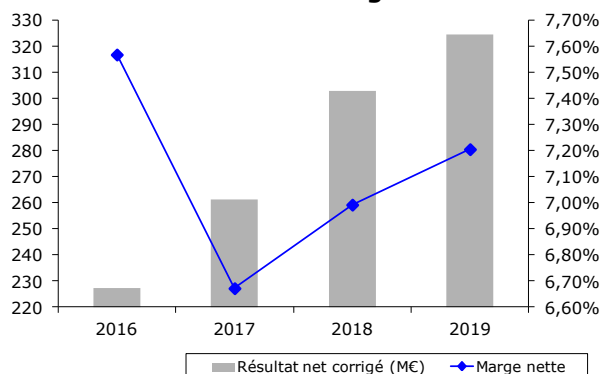
Points faibles

- Sensibilité aux facteurs climatiques
- Faible lisibilité du CA du fait de l'incidence des prix du GPL
- Poids du goodwill (773 M€ en déc. 2016)
- Statut de SCA

CA et Marge opérationnelle



Résultat net et Marge nette



RUBIS

COMPTE DE RESULTAT (MC) IFRS	12/15	12/16	12/17e	12/18e	12/19e	TMVA 16/19
Chiffre d'affaires	2 913,4	3 003,9	3 916,4	4 334,8	4 504,1	14,5%
Variation	4,4%	3,1%	30,4%	10,7%	3,9%	
Marge brute	829,6	974,1	1 076,7	1 203,7	1 257,4	8,9%
Excédent Brut d'Exploitation	345,5	412,9	509,8	576,1	605,3	13,6%
Résultat opérationnel courant	240,0	299,7	359,5	412,2	436,1	13,3%
Autres produits et charges opérationnels	5,3	1,5	14,0	0,0	0,0	ns
Résultat opérationnel	245,4	301,2	373,5	412,2	436,1	13,1%
Résultat financier	-8,5	-16,3	-13,9	-18,0	-14,0	ns
Résultat avant IS	236,9	284,9	359,6	394,2	422,1	14,0%
Variation	43,7%	20,3%	26,2%	9,6%	7,1%	
Impôts	59,6	64,3	86,1	92,9	99,6	15,7%
Sociétés mises en équivalence	5,0	6,8	1,7	1,9	2,1	-32,4%
RN activités arrêtées / en cours de cession	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	ns
Résultat net consolidé	182,2	227,4	275,3	303,1	324,6	12,6%
Intérêts minoritaires	12,3	19,4	16,2	16,2	17,7	-3,0%
Résultat net part du groupe	169,9	208,0	259,1	286,9	306,9	13,8%
Résultat net part du groupe corrigé	169,9	208,0	245,1	286,9	306,9	13,8%

BILAN (MC)	12/15	12/16	12/17e	12/18e	12/19e
Fonds propres à 100% avant répart.	1 657,4	1 986,4	2 263,8	2 419,0	2 581,9
Provisions	292,9	178,3	178,3	178,3	178,3
Endettement financier long terme	870,1	798,9	820,3	780,0	750,0
Capitaux permanents	2 915,5	3 066,6	3 365,3	3 480,3	3 613,2
- Actif immobilisé	2 166,6	2 223,6	2 817,4	2 855,2	2 888,2
= Fonds de roulement	749,0	843,0	548,0	625,1	725,0
Besoins en fonds de roulement	215,5	271,8	366,9	385,2	385,2
Dettes bancaires à court terme	253,0	262,5	258,2	230,2	200,2
Disponibilités + titres de placement	786,5	833,7	439,3	470,0	540,0
Trésorerie nette	533,4	571,2	181,1	239,8	339,8
Endettement financier net	336,7	227,7	639,2	540,2	410,2
Total Actif / Passif	3 526,4	3 684,3	3 977,7	4 082,3	4 223,1

TABLEAU DE FINANCEMENT (MC)	12/15	12/16	12/17e	12/18e	12/19e
Capacité d'autofinancement	261,0	326,0	409,9	465,2	491,7
Invest. industriels nets	143,0	163,0	198,0	200,0	200,0
Var. du BFR	-177,0	22,0	95,1	18,3	0,0
Free Cash Flow	295,0	141,0	116,8	246,8	291,7
Invest. financiers nets	432,0	26,0	530,2	0,0	0,0
Distribution	88,1	135,9	112,0	147,9	161,7
Augmentation de capital	202,4	128,0	114,0		0,0
Variation de l'endettement fin. net	29,5	-109,0	411,5	-99,0	-130,0

RATIOS (%)	12/15	12/16	12/17e	12/18e	12/19e
Marge brute / CA	28,5	32,4	27,5	27,8	27,9
EBE / CA	11,9	13,7	13,0	13,3	13,4
ROP courant / CA	8,2	10,0	9,2	9,5	9,7
ROP / CA	8,4	10,0	9,5	9,5	9,7
Bénéfice net corrigé à 100% / CA	6,3	7,6	6,7	7,0	7,2
Invest. industriels nets / CA	4,9	5,4	5,1	4,6	4,4
BFR / CA	7,4	9,0	9,4	8,9	8,6
ROE	11,0	11,4	11,5	12,5	12,6
ROCE	8,1	8,9	8,4	9,1	9,6
Gearing	20,3	11,5	28,2	22,3	15,9
Pay out	59,5	58,2	53,2	52,9	53,4

DONNEES PAR ACTION (€)	12/15	12/16	12/17e	12/18e	12/19e	TMVA 16/19
Résultat net part du groupe	2,03	2,30	2,77	3,07	3,28	12,5%
Résultat net part du groupe corrigé	2,03	2,30	2,62	3,07	3,28	12,5%
CAF	3,02	3,61	4,38	4,97	5,26	13,3%
Free cash flow	3,41	1,56	1,25	2,64	3,12	25,9%
Actif net	18,63	20,57	22,65	24,13	25,69	6,5%
Dividende	1,21	1,34	1,47	1,62	1,75	9,3%
Nombre d'actions (en milliers)	43 194,20	45 158,26	93 542,89	93 542,89	93 542,89	
Nombre d'actions diluées (en milliers)	41 802,54	45 158,26	93 542,89	93 542,89	93 542,89	