

« Comment  
investir  
en bourse ?

## Les entreprises du CAC 40



Juillet 2009

BANQUE POPULAIRE  
LOIRE ET LYONNAIS



Banque et populaire à la fois.

# Les entreprises du CAC 40

## SOMMAIRE

<b>Accor</b>	p.4	<b>Lagardère</b>	p.44
<b>Air France – KLM</b>	p.6	<b>L'Oréal</b>	p.46
<b>Air Liquide</b>	p.8	<b>LVMH</b>	p.48
<b>Alcatel-Lucent</b>	p.10	<b>Michelin</b>	p.50
<b>Alstom</b>	p.12	<b>Pernod Ricard</b>	p.52
<b>ArcelorMittal</b>	p.14	<b>Peugeot</b>	p.54
<b>AXA</b>	p.16	<b>PPR</b>	p.56
<b>BNP Paribas</b>	p.18	<b>Renault</b>	p.58
<b>Bouygues</b>	p.20	<b>Saint-Gobain</b>	p.60
<b>Capgemini</b>	p.22	<b>Sanofi-Aventis</b>	p.62
<b>Carrefour</b>	p.24	<b>Schneider Electric</b>	p.64
<b>Crédit Agricole</b>	p.26	<b>Société Générale</b>	p.66
<b>Danone</b>	p.28	<b>STMicroelectronics</b>	p.68
<b>Dexia</b>	p.30	<b>Suez Environnement</b>	p.70
<b>EADS</b>	p.32	<b>Total</b>	p.72
<b>EDF</b>	p.34	<b>Unibail-Rodamco</b>	p.74
<b>Essilor International</b>	p.36	<b>Vallourec</b>	p.76
<b>France Télécom</b>	p.38	<b>Veolia Environnement</b>	p.78
<b>GDF Suez</b>	p.40	<b>Vinci</b>	p.80
<b>Lafarge</b>	p.42	<b>Vivendi</b>	p.82

**N**ous vous présentons dans ce guide les quarante sociétés qui composent l'indice phare de la place parisienne, le CAC 40. Pour chaque société, seront ainsi détaillés les derniers chiffres publiés, les prévisions de chiffre d'affaires et de résultats pour l'année à venir, ainsi que la stratégie mise en œuvre. Les

points forts et les points faibles de chaque valeur sont également listés, de même que la place qu'occupe la société dans son secteur d'activité, et par rapport à ses concurrents. Autant d'informations qui devraient vous permettre d'investir dans les «blue chips» parisiennes en toute connaissance de cause.

## Les performances des sociétés du CAC 40 (au 30/06/09)

Société	Cours au 30.06.09	Perf. 1 <sup>er</sup> janv.	Perf. 1 an	Société	Cours au 30.06.09	Perf. 1 <sup>er</sup> janv.	Perf. 1 an
Accor	28,26	-19,52	-33,41	Lafarge	48,25	28,12	-42,97
Air France-KLM	9,10	-0,75	-40,28	Lagardère Groupe	23,67	-18,38	-34,56
Air Liquide	65,11	-0,52	-22,37	LVMH	54,40	13,88	-18,29
Alcatel-Lucent	1,79	16,63	-53,68	Michelin	40,61	8,08	-11,03
Alstom	42,06	0,18	-42,65	Pernod-Ricard	44,87	-10,19	-27,09
ArcelorMittal	23,39	37,59	-62,75	Peugeot	18,72	54,07	-45,72
AXA	13,39	-15,49	-29,00	PPR	58,16	24,80	-17,74
BNP Paribas	46,25	52,89	-19,62	Renault	26,17	41,08	-49,77
Bouygues	26,80	-11,26	-36,43	Saint Gobain	23,83	-21,94	-34,01
Cap Gemini	26,24	-4,58	-29,91	Sanofi-Aventis	41,87	-7,78	-1,32
Carrefour	30,42	10,54	-15,41	Schneider Electric	54,30	2,45	-20,86
Crédit Agricole	8,88	10,95	-31,62	Société Générale	38,89	8,01	-29,67
Danone	35,18	-13,66	-16,41	STMicroelectronics	5,33	11,57	-19,33
Dexia	5,40	68,88	-46,81	Suez Environnement	12,45	3,28	
EADS	11,51	-4,32	-4,40	Total	38,48	-1,11	-29,00
EDF	34,68	-16,45	-42,53	Unibail-Rodamco	106,16	-0,32	-27,74
Essilor	33,98	1,22	-12,51	Vallourec	86,53	6,83	-61,18
France Telecom	16,16	-19,04	-13,63	Veolia Environnement	20,99	-5,45	-41,09
GDF Suez	26,54	-24,87	-34,98	Vinci	31,99	6,62	-17,99
L'Oréal	53,28	-14,49	-22,90	Vivendi	17,04	-26,78	-29,32

(Source : Datastream)

# ACCOR

FR0000120404

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires 2008 :

7,73 milliards d'euros, - 4,7 % mais en progression de 2,8 % à périmètre et changes constants.

### • Résultats 2008

Résultat avant impôts et éléments non récurrents : 875 millions d'euros (- 3,5 %) ; résultat net part du groupe : 575 millions d'euros (- 34,9 %).

### • Prévisions

Le premier trimestre 2009 devrait être aussi difficile que le dernier trimestre 2008. Objectif de bénéfice courant avant impôts entre 870 et 890 millions d'euros confirmé pour 2009.

### • Stratégie

Programme de réduction des coûts de support de 100 millions d'euros sur 2009/2010 dont 75 millions sur 2009.

L'enveloppe annuelle de 500 millions d'euros d'investissements de développement hôtelier prévue pour 2009 et 2010 sera ramenée à 400 millions d'euros au-delà. Ces 100 millions d'euros de réduction portent sur les segments haut de gamme et milieu de gamme tandis qu'une hausse de 20 millions d'euros est prévue dans les investissements de l'hôtellerie économique en Europe.

Dans l'hôtellerie, le développement reste prioritaire avec un objectif de 40 000 nouvelles chambres ouvertes par an, au-delà de 2010.

Dans les services, Accor cherche à se développer dans le monde dans les services prépayés, comme le souligne le partenariat récent avec MasterCard, qui permettra d'accélérer la croissance du groupe

dans ce domaine. Sur ce marché estimé à 132 milliards d'euros en Europe à l'horizon 2015, Accor ambitionne d'atteindre 5 % de part de marché.

## • Événements financiers

Dans le cadre de sa stratégie de recentrage sur l'hôtellerie et les services prépayés, le groupe a procédé à la cession de participations non stratégiques pour 759 millions d'euros en 2006, pour 541 millions d'euros en 2007 et pour 110 millions d'euros en 2008. Il s'agit entre autres des titres Compass, Carlson Wagonlit Travel, Club Med et Go Voyages.

Accor a modifié le mode d'exploitation de ses unités hôtelières selon une stratégie dite de l'«Asset Right», qui a conduit à la cession de 625 hôtels depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005. La majorité d'entre eux a été cédée avec maintien d'un contrat de location variable. 22 % du parc hôtelier était en pleine propriété à fin 2008.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Structure financière solide avec un gearing de 30 % à fin 2008.

L'hôtellerie économique, qui représente plus de la moitié du chiffre d'affaires (55 %), a bien résisté lors du dernier trimestre 2008.

Le partenariat avec MasterCard devrait renforcer la croissance de l'activité Services, alors que celle-ci résiste mieux à la crise.

66 % de l'excédent brut d'exploitation provient d'activités les moins cycliques : l'hôtellerie économique et les services prépayés.

### • Faiblesses

Accor réalise 75 % de son activité dans le secteur hôtelier, qui subit de plein fouet les effets de la crise, en particulier en Amérique du Nord ;

Le groupe est peu diversifié géographiquement et tire 64 % de ses revenus de l'Europe (France incluse).

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Deux grands métiers : l'hôtellerie (marques Sofitel, Pullman, MGallery, Novotel, Mercure, Suitehotel, Ibis, All seasons, Etap Hotel, Formule 1 et Motel 6) et les services, (avantages aux salariés et aux citoyens, récompenses et fidélisation, gestion des frais professionnels).

### • Le secteur

Selon l'OMT (Organisation mondiale du tourisme), le nombre de touristes dans le monde devrait reculer de 2 % en 2009, après une progression de 2 % en 2008. Elle n'exclut pas un recul encore plus important ce qui constituerait une récession sans précédent pour le secteur. Il s'agit de la première baisse du nombre de touristes depuis 2003, année du déclenchement de la guerre en Irak, et du virus SRAS en Asie. Cette année-là le secteur mondial avait affiché une activité en retrait de 1,3 %.

Le tourisme en Asie-Pacifique, en Afrique et au Proche-Orient devrait poursuivre sa progression. Par contre, en 2009, l'Europe sera la région la plus touchée par cette récession.

### • La valeur dans son secteur

Leader européen dans l'hôtellerie, leader mondial dans les services aux entreprises et aux collectivités publiques.

### • Comment suivre la valeur

Son activité d'hôtellerie rend la valeur cyclique, la crise économique actuelle pesant sur son chiffre d'affaires.

Les indices sectoriels à suivre sont le taux d'occupation des hôtels et le RevPar, revenu par chambre

disponible, en hausse de 4,6 % en moyenne pour les chaînes hôtelières françaises l'an passé.

# Air France-KLM

FR0000031122

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

18 956 millions d'euros (+ 3 %) sur les neuf premiers mois de l'exercice 2008-2009 (à fin décembre 2008).

### • Résultats

Résultat d'exploitation courant : 445 millions d'euros (- 69,3 %) sur les neuf premiers mois et résultat net part du groupe en perte de 309 millions d'euros (contre 1,29 milliard d'euros au 31 décembre 2007).

### • Prévisions

Pour l'exercice plein, clos fin mars, le résultat d'exploitation devrait être négatif de l'ordre de 200 millions d'euros (contre 1,4 milliard de bénéfices en hausse de 13,3 %, en 2007/2008).

Pour l'exercice 2009-2010, du fait de la réduction de ses capacités tant dans le secteur passagers (- 3,4 %) que dans le cargo (- 13 %), le groupe anticipe une baisse de son chiffre d'affaires d'environ 6 % (à change et périmètres constants).

### • Stratégie

Réagissant à une dégradation de son environnement, ses capacités pendant l'été ont été revues à la baisse, avec une offre en sièges kilomètres offerts (SKO) inférieure de 3,4 % à celle de la saison d'été 2008. Air France-KLM a également annoncé des réductions d'effectifs et le gel des embauches. Il prévoit de supprimer entre 2 500 et 3 000 postes – sans licenciement – au cours des deux prochains exercices 2009-2010 et 2010-2011. Les investissements vont également être revus à la baisse. La

livraison d'une demi-douzaine d'avions a été repoussée.

### • Événements financiers

La fusion avec la société néerlandaise KLM, en 2004, a considérablement renforcé les positions concurrentielles du groupe. Elle lui a aussi permis de générer des synergies de 685 millions d'euros au 31 mars 2008.

Le groupe vient de racheter 25 % du capital d'Alitalia pour 323 millions d'euros à travers une augmentation de capital réservée.

Le groupe est intéressé par une prise de participation au capital de la compagnie tchèque CSA, en cours de privatisation. L'acquisition de cette société lui permettrait de se renforcer en Europe de l'Est après que son concurrent allemand Lufthansa a récemment repris Austrian Airlines.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Avec la reprise d'Alitalia, Air France-KLM confirme sa suprématie en Europe devant son concurrent allemand Lufthansa. Le groupe joue un rôle moteur dans SkyTeam, créée en 2000, deuxième alliance mondiale avec 19 % de part de marché, qui lui assure un avantage commercial certain.

L'attractivité des «hubs» (plateforme de correspondance) d'Air France à Paris-Charles de Gaulle et de KLM à Amsterdam-Schiphol lui permet de mieux résister que ses principaux concurrents et de pâtir d'un moindre recul de son trafic.

Le groupe est réactif face à la crise en adaptant à la fois sa politique de coûts et d'offre.

Sa situation financière est solide, avec une trésorerie de 4,3 milliards d'euros au 31 décembre 2008, des lignes de crédit disponibles de 1,4 milliard et un ratio d'endettement net de 0,48.

Ses dépenses pétrolières devraient fortement bais-

ser pour 2009-2010, grâce à la diminution des volumes de carburant couverts (43 % environ contre plus de 90 % en 2008-2009).

### • Faiblesses

Le secteur, qui traverse une forte crise, n'offre pas une visibilité suffisante. Le fret, qui représente 15 % de l'activité totale du groupe, est particulièrement affecté. Le groupe n'a pas pu bénéficier pleinement de la diminution récente du prix du carburant sur son exercice 2008-2009, en raison du poids de ses couvertures pétrolières.

Sur le troisième trimestre de son exercice (octobre à décembre 2008) le groupe a enregistré une perte opérationnelle de 194 millions, qui reflète l'accentuation de la crise économique.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Trois métiers : (i) le transport de passagers, (ii) le transport de fret, (iii) les services de maintenance et d'entretien aéronautique.

### • Le secteur

Selon l'IATA (association internationale du transport aérien), les chiffres d'affaires cumulés des compagnies internationales devraient reculer de 12 % cette année et le trafic passagers devrait baisser de 5,7 %. La perte nette est désormais estimée à 4,7 milliards de dollars pour 2009 contre un déficit de 2,5 milliards de dollars précédemment prévu. Elle devrait néanmoins rester inférieure à celle de 2008 (8 milliards) et au record de 2001 (13 milliards), grâce à la baisse du prix du pétrole.

### • La valeur dans son secteur

Air France-KLM est le premier groupe mondial en termes de trafic international de passagers et pour l'activité Cargo, et l'un des premiers fournisseurs

mondiaux de services de maintenance. Il est le premier transporteur aérien en Europe.

### • Comment suivre la valeur

Son trafic passager est à suivre après un repli de 9,4 % au mois de mars et malgré une réduction de 3 % du nombre de sièges proposés.

Le revenu par siège/kilomètre offert et le coefficient moyen de remplissage des avions, tous deux en baisse, sont des indicateurs clés.

L'évolution du prix du pétrole est également à suivre, car le groupe est un grand consommateur de carburant, même s'il met en place des couvertures pour en atténuer l'impact.

# Air Liquide

**FR0000120073**

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/12/2008 : 13 103 millions d'euros (+ 11 %) ;  
au 31/03/2009 : 2 997 millions d'euros  
(- 3 %).

### • Résultats

Au 31/12/2008 : Résultat opérationnel courant :  
1 949 millions d'euros (+ 8,6 %) ; Résultat net : 1 220  
millions d'euros (+ 10,8 %).

### • Prévisions

Après avoir anticipé une croissance de son activité et de son résultat net pour 2009, le groupe prévoit désormais des niveaux de chiffre d'affaires et de résultat net proches de ceux de 2008. En effet, en tenant compte des performances enregistrées sur le premier trimestre 2009, il considère que le calendrier de reprise de ses marchés devrait être plus étalé que prévu.

### • Stratégie

Air Liquide a lancé début 2008 le programme Alma, afin d'accélérer sa croissance et de poursuivre l'amélioration de sa compétitivité. Trois objectifs chiffrés à moyen terme sont liés à ce programme : porter la croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires entre + 8 % et + 10 % grâce à un plan soutenu d'investissements sélectifs ; réaliser 600 millions d'euros de réduction de coûts de 2008 à 2010 ; maintenir la rentabilité des capitaux employés après impôt (ROCE) entre 11 et 12 %. Pour 2009, le groupe a renforcé ses efforts de réduction de coûts à 300 millions d'euros (contre 250 auparavant). Le montant des investissements

pour 2009 reste, lui, maintenu à 1,6 milliard d'euros pour lui permettre d'être bien positionné une fois la crise passée.

### • Événements financiers

En 2004, l'acquisition du groupe allemand Messer Griesheim et l'intégration de ses activités de gaz industriels en Allemagne, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis a représenté une avancée majeure pour le groupe. Elle lui a permis de conforter sa position de leader mondial tout en renforçant son implantation géographique dans trois pays. En 2008, le rachat de la division Chemical Management d'Edwards a permis à Air Liquide de couvrir toute la gamme d'équipements et d'installations de fluides ultra purs pour les acteurs clés de l'industrie électronique et a contribué à la croissance de l'activité Electronique en 2008.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

L'action Air Liquide est appréciée pour ses qualités défensives : son activité est réalisée en grande partie (environ 80 %) dans des marchés de long terme ou des secteurs peu sensibles aux cycles, tels que la santé.

Le titre surperforme le CAC 40 : au 31 décembre 2008, sur dix ans, la cotation de l'indice CAC 40 a fléchi de 18 % contre une hausse de 38 % pour le cours de l'action. Le groupe a maintenu son dividende (à 2,25 euros par action) sur les résultats 2008. En prenant en compte l'attribution gratuite réalisée auparavant, cela correspond à une augmentation du dividende de 10 %. Cet élément souligne la confiance de l'entreprise dans ses perspectives à long terme. Air Liquide s'appuie sur un portefeuille clients diversifié, tant en termes de secteurs d'activités que géographiques.

### • Faiblesses

Sur le premier trimestre 2009, comme les secteurs défensifs sont touchés, l'activité est en recul et les secteurs cycliques : les premiers ont subi un recul de la demande en volume supérieur à 30 % tandis que les seconds ont connu des baisses de volumes inférieures à 10 %.

Le groupe a revu ses performances à la baisse pour 2009 et ne table plus sur une croissance de son chiffre d'affaires et de son résultat.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Gaz et Services (84 % du chiffre d'affaires) Ingénierie & Construction (8 %), Autres activités (8 %). Dans la branche Gaz & Services, il existe quatre activités : industriel marchand (42 % du chiffre d'affaires), grande industrie (33 %), santé (15 %), électronique (10 %).

### • Le secteur

La chimie européenne est confrontée à des perspectives d'activité difficiles pour 2009. Les notes de 42 % des entreprises du secteur ont déjà une perspective négative attribuée par S&P. L'agence de notation a déjà dégradé cinq notes durant le premier trimestre 2009. Elle anticipe un recul annuel de 10 % des ventes en 2009, qui devrait être suivi d'une croissance très limitée de 0,7 % en 2010. A défaut d'une réduction rapide des coûts, d'autres acteurs pourraient voir leur qualité de crédit se détériorer. Le segment des gaz industriels est cependant moins affecté par la récession.

### • La valeur dans son secteur

Leader mondial des gaz pour l'industrie, la santé et l'environnement.

### • Comment suivre la valeur

Du fait de la régularité de la croissance de son activité et de ses résultats, les analystes accordent à la valeur un caractère défensif. Néanmoins, les performances d'Air Liquide sont sensibles à l'évolution de ses principaux débouchés. A ce titre, le secteur de l'automobile (qui influe sur l'activité «industriel marchand»), qui traverse des difficultés, est à surveiller. De même que celui de l'électronique, en pleine crise. Sur le premier trimestre 2009 la branche Electronique a pâti des très bas niveaux de production mondiale de ses clients.

Les résultats sont également influencés par l'évolution du cours du pétrole du fait de ses retombées sur le coût du transport.

# Alcatel-Lucent

**FR0000130007**

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009 : 3 598 millions d'euros (- 6,9 %) ;  
au 31/12/2008 : 16 984 millions (- 4,5 %).

### • Résultats

Au 31/03/2009, résultat d'exploitation : - 254 millions d'euros, soit - 7,1 % des revenus ; résultat net part du groupe : - 402 millions (contre - 181 millions au premier trimestre 2008).

Au 31/12/2008, résultat de l'activité opérationnelle : - 5 303 millions contre - 4 249 en 2007 ; résultat net part du groupe : - 5 215 millions d'euros contre - 3 518 en 2007.

### • Prévisions

Le groupe a maintenu ses prévisions sur l'année et confirmé qu'il s'attend toujours à une baisse du marché global des équipements de télécommunications et des services associés de 8 % à 12 % pour 2009, à taux de change constant. Alcatel-Lucent s'attend à un résultat d'exploitation hors éléments exceptionnels à l'équilibre en 2009. Il s'attend également à un profit net positif au second semestre 2010 et pour l'ensemble de l'année 2011.

### • Stratégie

L'entreprise se transforme par une rationalisation de son portefeuille de produits et par ses programmes de co-sourcing. Le but est de développer avec d'autres acteurs une approche commune du marché en tirant parti de la convergence informatique/télécommunications et d'aider Alcatel-Lucent à optimiser son efficacité dans des

domaines comme l'informatique, la finance, la gestion des ressources humaines et la R&D.

Il cherche également à réduire son besoin en fonds de roulement, et ses frais commerciaux, généraux et administratifs.

Alcatel-Lucent prévoit toujours de réaliser d'ici le quatrième trimestre 2009, et sur une base annuelle, une réduction de ses coûts et dépenses opérationnelles de 750 millions d'euros à taux de change constant.

### • Événements financiers

Le groupe a cédé sa participation de 20,8 % dans Thales à Dassault Aviation pour 1,6 milliard d'euros. Il devrait faire voter l'autorisation d'émettre de nouvelles actions ou obligations convertibles afin de saisir des opportunités de refinancement. En 2010 et en 2011, il devra faire face à plusieurs échéances, dont le remboursement d'obligations convertibles émises en 2003.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Le nouveau management devrait faciliter la réorientation stratégique : le style direct du nouveau directeur général, Ben Verwaayen, et sa recherche de proximité avec les salariés, tranche avec l'équipe précédente.

Le groupe est engagé dans un vaste plan d'économies, qui devrait améliorer ses performances opérationnelles. Il pourrait quitter son siège historique dans le VIII<sup>e</sup> arrondissement de Paris.

Il a récemment réitéré ses objectifs financiers.

L'équipementier vient de signer deux nouveaux contrats en Chine auprès de China Mobile et China Telecom, les deux autres opérateurs du pays. Cela s'inscrit dans sa stratégie consistant à être parmi les trois premiers équipementiers en télécoms sur ce marché. Ce pays constituerait un important

relais de croissance car il bénéficie d'une hausse d'activité estimée de 5 % alors que le marché mondial risque de chuter de 10 % cette année.

### • Faiblesses

Le groupe ne cesse d'enregistrer des dépréciations d'actifs depuis sa fusion avec Lucent : l'an passé, il a dû comptabiliser une perte de valeur sur actifs, plus importante qu'en 2007 et s'élevant à 4 725 millions d'euros ;

L'endettement net s'est accru sur les trois premiers mois de l'année (de 389 millions à 841 millions), détériorant la structure financière du groupe.

Certains analystes considèrent que la stratégie n'est pas très claire et qu'elle doit encore faire ses preuves.

Sur le premier trimestre, le déficit du financement des retraites des salariés de Lucent s'est alourdi, à - 545 millions d'euros fin mars contre - 429 millions d'euros au 31 décembre 2008, alors que les analystes espéraient une amélioration.

Le groupe ne versera pas de dividende pour l'année 2008. Si distribuer des dividendes fait partie intégrante de la stratégie, les dirigeants ne peuvent dire quand l'entreprise pourra en verser.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Trois segments : opérateurs (68 %), services (24 %), entreprises (8 %).

### • Le secteur

Selon Standard & Poor's, qui a dégradé la note du groupe, une chute de la demande d'équipements télécoms en 2009 va provoquer une nouvelle baisse des ventes et de nouvelles pertes après restructuration pour Alcatel-Lucent. Ses concurrents n'ont pas tous enregistré de mauvaises performances. Sur le premier trimestre, à taux de change

constant, si les ventes d'Alcatel-Lucent se sont repliées de 11,2 % par rapport à l'année précédente, celles de Nokia Siemens Networks ont baissé de 9 % et celles d'Ericsson ont augmenté de 5 %. L'agence de notation a d'ailleurs laissé inchangée la note de ce dernier du fait de sa forte activité et sa position financière.

### • La valeur dans son secteur

Leader mondial dans le secteur des équipements de réseaux d'opérateurs. Leader dans l'accès haut débit, en optique (terrestre et sous-marin), en CDMA (équivalent américain du GSM), et dans le secteur de la téléphonie d'entreprise en Europe occidentale.

### • Comment suivre la valeur

Surveiller la santé des opérateurs télécoms est indispensable pour évaluer comment se porte la demande d'infrastructures auprès des équipementiers.

Surveiller le développement en Chine, qui représente un enjeu majeur.

Suivre l'amélioration des performances opérationnelles suite à la réalisation du plan de réduction des coûts.

# Alstom

**FR0010220475**

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Annuel au 31/03/2009 : 18 739 millions d'euros (+ 11 %).

### • Résultats

Au 31/03/2009, résultat opérationnel annuel : 1 536 millions d'euros (+ 19 %) ; résultat net annuel : 1 118 millions d'euros (+ 29,7 %).

### • Prévisions

Le groupe a confirmé ses objectifs pour l'exercice 2009/10 : la marge opérationnelle devrait s'établir à environ 9 %, soit entre 10 % et 11 % pour le secteur power (ou énergie) et entre 7 % et 8 % pour le secteur transport.

### • Stratégie

Alstom a annoncé le lancement d'un vaste programme d'économies, dans le but de s'adapter aux incertitudes existantes dans l'environnement économique actuel. L'organisation de sa branche énergie est rationalisée ainsi que la gestion des coûts. Même si aucun objectif chiffré n'a été donné pour le plan de réduction des coûts, le groupe peut jouer sur ses effectifs car 15 % de ses salariés sont en contrats à durée déterminée et 5 % sont des intérimaires.

### • Événements financiers

Alstom a affirmé être intéressé par la branche transmission distribution (TD), dont il s'était désengagé en 2004 au profit d'Areva. Areva T&D est un fabricant d'équipements de transmission et de distribution d'électricité, désormais très profitable.

Areva, qui a besoin de ressources pour financer un programme d'investissement de 2,7 milliards d'euros cette année, est incité par l'Etat à vendre T&D. Cette acquisition permettrait à Alstom de renforcer ses synergies commerciales et d'améliorer significativement son chiffre d'affaires et son résultat opérationnel.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Alstom a bénéficié d'une forte croissance de son résultat opérationnel sur le dernier exercice, en amélioration constante depuis l'exercice 2004/2005. Sa marge opérationnelle s'est significativement améliorée en un an, passant de 7,7 % à 8,2 %. Tous les secteurs ont contribué à l'accroissement du résultat opérationnel et de la marge opérationnelle du groupe.

La qualité du portefeuille de clients de l'entreprise est excellente : les entreprises publiques et les opérateurs privés de grande taille représentent 80 % des clients du secteur power et 90 % de ceux du secteur transport. Ces proportions devraient limiter la sensibilité d'Alstom à des difficultés de paiement et de financement des projets.

La situation financière du groupe est très saine avec une trésorerie nette de 2,1 milliards d'euros à fin mars 2009.

Les dividendes distribués sont en hausse de 40 %, au titre du dernier exercice.

Alstom bénéficie d'une excellente visibilité sur son activité. En effet, il disposait au 31 mars d'un carnet de commandes de 45,7 milliards d'euros, soit plus de 29 mois de chiffre d'affaires.

Sur le long terme, le groupe évolue dans un secteur en croissance, dopé par les besoins en infrastructures des pays émergents.

Le rapprochement potentiel avec Areva confère à la valeur un attrait spéculatif.

### • Faiblesses

Sur le dernier trimestre 2008/2009, les prises de commandes ont reculé, ternissant les perspectives du groupe. La branche «power systems», dans l'équipement de production d'énergie, est plus sensible à la conjoncture.

Le rachat de T&D inquiète les investisseurs car il contraindrait Alstom à recourir à une augmentation de capital ou à de l'endettement pour payer entre 3 et 5 milliards d'euros.

Aux environs de 2 %, les investisseurs considèrent que le rendement de l'action n'est pas particulièrement attrayant.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Deux secteurs : équipement de production d'énergie (70 % du chiffre d'affaires) et équipement de transport (30 %).

### • Le secteur

Les acteurs du secteur vont devoir subir le report des investissements et des commandes des énergéticiens, qui ont réduit sensiblement leurs programmes de développement et reportent la construction de nouvelles centrales. Néanmoins les groupes peuvent faire face à cette situation car ils disposent d'une structure financière solide. C'est le cas d'Alstom, de Siemens et ABB.

A terme, les intervenants bénéficient de bonnes perspectives car, selon le département américain d'information sur l'énergie, la demande d'électricité devrait augmenter de 77 % entre 2006 et 2030, ce qui va développer le besoin d'équipements.

### • La valeur dans son secteur

Un des leaders mondiaux dans les infrastructures de production d'électricité et de transport ferroviaire.

### • Comment suivre la valeur

Le cours de l'action pâtit régulièrement du caractère cyclique de l'activité d'équipements destinés à la production d'électricité.

Le carnet de commandes et le rythme des entrées de commandes permettent de bien cerner les perspectives du groupe.

Bien surveiller les avancées dans le rapprochement possible avec Areva, qui devrait surenchérir le cours du titre. En effet, cette opération, qui permettrait de proposer une offre complète dans l'équipement de la production d'énergie (en proposant à la fois les turbines et les alternateurs d'Alstom et les réacteurs d'Areva), serait certainement bien accueillie par les investisseurs.

# ArcelorMittal

**LU0323134006**

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009 : 15 122 millions de dollars (- 32 %). Au 31/12/2008 : 124 936 millions de dollars (+ 18,7 %).

### • Résultats

Au 31/03/2009, Ebitda (résultat opérationnel) : 883 millions de dollars (contre 5 044 millions au premier trimestre 2008) ; résultat net : - 1 063 millions (contre profit de 2 371 millions au premier trimestre 2008).

Au 31/12/2008 : résultat opérationnel : 12 236 millions de dollars (- 17,5 %) ; résultat net : 9 399 millions (- 9,3 %).

### • Prévisions

Pour le second trimestre 2009, le groupe prévoit un excédent brut d'exploitation (ou Ebitda) compris entre 1,2 milliard et 1,5 milliard de dollars.

### • Stratégie

Même s'il estime qu'à moyen-long terme les perspectives pour l'acier sont bonnes dans les pays en développement, qui poursuivent leurs projets d'industrialisation, les dépenses d'investissements seront maintenues à un niveau minimum cette année.

En 2008, ArcelorMittal annoncé l'objectif de réduire ses coûts de 4 milliards de dollars sur les quatre prochaines années. Plus tard, cet objectif a été accru à 5 milliards de dollars sur la même période. Il compte réaliser 2 milliards de dollars d'ici la fin de 2009.

Le groupe fait tourner ses usines pour la moitié de leur capacité depuis des mois. Les hauts fourneaux

du site de Florange (Moselle) sont ainsi mis en veille pour une durée indéterminée.

L'autre point-clé est la réduction de la dette nette de 10 milliards de dollars d'ici fin 2009, par rapport à son niveau du troisième trimestre 2008, notamment pour respecter ses covenants bancaires et le ratio dette nette/Ebitda.

### • Événements financiers

Sur les derniers mois, le groupe a levé 5,8 milliards d'euros sur les marchés obligataires afin de refinancer sa dette et d'allonger sa maturité. Il a également mis en place une augmentation de capital de 2,3 milliards d'euros. Cette dernière a été souscrite à hauteur de 10 % par la famille Mittal. La participation de cette dernière a été diluée à l'occasion de cette opération car la famille Mittal détient désormais 36,3 % du capital contre 43 % précédemment. Néanmoins son contrôle sur l'entreprise est maintenu.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

ArcelorMittal est un acteur global dans le secteur en étant présent à la fois dans l'extraction minière et dans la distribution des produits sidérurgiques, ce qui lui confère un avantage concurrentiel conséquent.

La répartition géographique de ses activités est relativement équilibrée entre l'Europe de l'Ouest, l'Amérique du Nord et les pays émergents : son activité n'est donc pas trop dépendante de la conjoncture dans une région donnée.

Certains analystes considèrent que le cours de l'action, qui s'est déprécié de près de 66 % en un an, bénéficie d'un bon potentiel de valorisation.

Grâce à son plan d'austérité, l'aciériste s'adapte à la crise et devrait améliorer ses performances opérationnelles.

La réduction de son endettement permet au grou-

pe d'accroître sa flexibilité financière.

### • Faiblesses

Les performances se sont sensiblement dégradées au cours du premier trimestre 2009.

La restructuration de la dette a permis au groupe de rééchelonner ses emprunts, néanmoins les frais financiers devraient sensiblement s'accroître.

Avec les difficultés des marchés de l'automobile et de la construction, la demande mondiale d'acier devrait reculer en 2009, affectant l'activité d'ArcelorMittal : les mesures visant à réduire la production de 35 % pourraient s'avérer insuffisantes.

Le groupe a choisi de réduire par deux, à 0,75 dollar par action, le dividende versé au titre de l'exercice 2008.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Quatre activités, (1) aciers plats carbone, (2) aciers longs carbone, (3) aciers inoxydables, (4) distribution-transformation-trading.

### • Le secteur

Selon la fédération française du secteur (FFA), la production française d'acier a chuté de plus de 40 % en mai par rapport à mai 2008 (à 992 000 tonnes). Ce repli fait suite à un effondrement de 50,5 % en avril, et à des baisses de 36,7 % en mars, 35,7 % en février et 46,7 % en janvier. Sur les cinq premiers mois de l'année, le repli s'élève à 4,749 millions de tonnes. Sur le plan mondial, la World Steel Association estime que la demande d'acier devrait chuter de 14,9 % en 2009, avec une amélioration des performances sur le second semestre. Au mois d'avril la production mondiale d'acier a reculé de 23,6 % sur un an. Sur les quatre premiers mois de l'année, la chute s'élève à presque 23 %.

### • La valeur dans son secteur

Leader mondial de l'acier avec une production annuelle de 103,3 millions de tonnes, soit environ 10 % de la production mondiale.

### • Comment suivre la valeur

ArcelorMittal est une valeur cyclique, dont le cours amplifie les évolutions du marché (à la hausse comme à la baisse). Sa volatilité peut être élevée.

L'évolution du prix des matières premières composant l'acier est à surveiller de près. En particulier celui du minerai de fer, qui représente environ 30 % des coûts d'achat des producteurs d'acier.

Le groupe se dit prêt à réaliser des acquisitions une fois que le marché se redressera.

# AXA

**FR0000120628****■ Performances et stratégie****• Chiffre d'affaires**

Au 31/12/2008 : 91 221 millions d'euros (- 2 %)

**• Résultats**

Au 31/12/2008 : Résultat opérationnel : 4 044 millions d'euros (- 17 %) ; Résultat net : 923 millions d'euros (- 83 %)

**• Prévisions**

Pour 2009 le groupe prévoit qu'une base d'actifs moins élevée en début d'exercice affectera ses activités de vie, épargne, retraite et de gestion d'actifs. Par contre, les activités dommages et assurance internationale devraient continuer à présenter des résultats opérationnels solides.

**• Stratégie**

Choisissant d'adopter une stratégie financière prudente, le groupe a divisé par trois le dividende versé sur le résultat 2008. Son objectif est de conserver une structure financière solide pour mieux résister à la crise. Axa pourrait également procéder à une augmentation de capital pour faire face à une baisse de 8,2 milliards d'euros de ses capitaux propres en 2008, en raison notamment d'un recul de 5,1 milliards d'euros des plus-values latentes, en particulier sur actions. AXA a d'ailleurs annoncé le vote, lors de sa prochaine assemblée générale, d'une résolution lui accordant le droit d'émettre 2 milliards d'euros d'actions préférentielles.

**• Événements financiers**

Le groupe mène une politique active de croissance

externe pour renforcer ses positions dans toutes les régions du monde. C'est, en particulier, le rachat de Winterthur, présent dans 17 pays, qui lui a permis de renforcer l'équilibre géographique entre ses diverses activités. Cette acquisition, survenue en 2006, lui a également permis d'accroître sa présence dans des marchés en forte croissance, notamment en Europe centrale et de l'Est ainsi qu'en Asie.

**■ Forces et faiblesses de la société****• Forces**

Solides positions concurrentielles à travers le monde. L'activité d'assurance dommages résiste bien à la crise : elle a progressé de 3 % à 26 039 millions d'euros en 2008 et son résultat opérationnel a bondi de 31 %. En France le groupe a réalisé de meilleures performances que le marché en 2008 : En dommages, son chiffre d'affaires a ainsi progressé de 5 %, contre 2,5 % pour l'ensemble du secteur. Si l'assurance vie a enregistré une baisse de 3 % de ses cotisations, elle a fait mieux qu'un marché en repli de 10,6 % l'an dernier. La communication financière du groupe, transparente, est très appréciée par les analystes.

**• Faiblesses**

Les performances du groupe sont touchées par la crise, notamment à travers une provision pour dépréciation d'actifs de 2,8 milliards d'euros (sur les actions en particulier).

Les activités d'assurance vie et de gestion d'actifs ont particulièrement souffert avec des reculs respectifs d'activité de 4 % et de 14 %.

AXA ne sera pas en mesure d'atteindre les objectifs chiffrés du plan Ambition 2012 visant à doubler le chiffre d'affaires et à tripler le résultat opérationnel entre 2004 et 2012.

Le ratio de solvabilité s'est érodé sur les derniers mois de 2008 en baissant de 147 % à 127 % entre

fin juin et fin décembre. En mars 2009, Fitch Ratings a dégradé la note de solidité financière des principales filiales d'AXA, la notation de la dette senior de la société, celle de la dette subordonnée et celle de la dette court terme. L'agence de notation a également révisé ses perspectives sur ces notations de «stables» à «négatives».

**■ La valeur et son secteur****• Principales activités**

Assurance vie, épargne, retraite (64 % de l'activité), assurance dommages, assurance internationale et gestion d'actifs.

**• Le secteur**

En France, le chiffre d'affaires du secteur a reculé de 6,2 % en 2008 à 183,6 milliards d'euros, après avoir déjà baissé en 2007 (- 0,9 %). C'est surtout l'assurance vie qui a été touchée, avec des cotisations en baisse de 10,6 %. Pour la première fois depuis dix-huit ans, les liquidités (79 milliards d'euros) ont dépassé le niveau de l'assurance vie (65 milliards) au sein des placements financiers des ménages pour l'année. L'assurance dommages s'est beaucoup mieux comportée en affichant un chiffre d'affaires de 44,8 milliards d'euros, en hausse de 2,5 %. Sur les premiers mois de 2009, la collecte en assurance vie est également en retrait : selon la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA), sur les deux premiers mois de l'année, la collecte nette (cotisations moins prestations) a connu une légère érosion (- 1 %) par rapport à la même période de l'année dernière.

**• La valeur dans son secteur**

Un des leaders mondiaux de la protection financière. Premier assureur français.

**• Comment suivre la valeur**

Les performances du groupe sont particulièrement sensibles à l'évolution des marchés financiers et des taux d'intérêt de par son activité d'assureur qui consiste à encaisser les primes pour les investir ensuite, après déduction des réserves. Le résultat des investissements est inclus dans le résultat courant du groupe.

AXA est également soumis à la survenance d'éventuels événements catastrophiques d'ordre météorologique (ouragans, tempêtes de vent ou de grêle, séismes), des incendies, explosions et inondations ou des actes de terrorisme. De tels événements, suivant leur ampleur, peuvent peser sur le cours de la valeur.

# BNP Paribas

**FR0000131104**

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009, produit net bancaire : 9 477 millions d'euros (+ 28,2 %) ; au 31/12/2008, produit net bancaire : 27 376 millions (- 11,8 %).

### • Résultats

Au 31/03/2009, résultat brut d'exploitation : 4 129 millions d'euros (+ 48 %) ; au 31/12/2008, résultat brut d'exploitation : 8 976 millions d'euros (- 27 %).

Au 31/03/2009, résultat net part du groupe : 1 558 millions d'euros (- 21,4 %) ; au 31/12/2008 : 3 021 millions (- 61,4 %).

### • Prévisions

Pas de prévisions chiffrées pour 2009.

### • Stratégie

Un plan de transformation adopté fin 2008 vise à réduire les risques sur les marchés de capitaux. Ces risques ont déjà été en recul sur le premier trimestre 2009.

Pour faire face à un environnement dégradé la banque a également décidé d'accélérer ses programmes de réductions de coûts et de se désengager d'activités non stratégiques (en Thaïlande et en Grèce notamment).

Répondant à un accroissement du coût du risque dans ce pays, le groupe mène une restructuration en Ukraine, où les effectifs ont été réduits de 480 personnes et où 81 agences ont été fermées. Des réductions d'effectifs sont également menées en Turquie.

### • Événements financiers

BNP Paribas vient de finaliser l'acquisition de 75 % de Fortis Bank, filiale de Fortis qui est la première banque belge, et de 25 % de Fortis Insurance Belgium. Les synergies attendues devraient s'élever au moins à 500 millions d'euros et l'opération devrait être relative dès 2010. Suite à cette opération, la banque française sera détenue à 11,6 % par l'Etat belge. L'acquisition de Fortis Bank est réalisée par une émission d'actions ordinaires BNP Paribas.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

BNP Paribas est l'une des six banques les plus solides du monde selon l'agence de notation Standard & Poor's.

Au premier trimestre 2009, toutes les activités ont contribué positivement au résultat du groupe et les performances ont été meilleures que celles escomptées par les analystes financiers.

Suite à l'émission d'actions de préférence au profit de l'Etat français, le ratio de solvabilité tier 1 s'est sensiblement amélioré pour atteindre 8,8 % (contre 7,8 % au premier trimestre 2008). Cette émission s'est inscrite dans le cadre de la participation à la deuxième tranche du plan français de soutien à la croissance.

L'acquisition de Fortis Bank constitue une opération majeure pour BNP Paribas avec l'ouverture de deux nouveaux marchés domestiques en Belgique et au Luxembourg. Le Groupe devient ainsi le n° 1 de la zone euro en matière de dépôts avec 540 milliards d'euros. Il devient aussi n° 1 en banque privée et n° 4 en gestion d'actifs pour la zone euro.

En dépit d'une chute de son résultat net part du groupe en 2008, la banque a décidé de distribuer un tiers de ses résultats sous forme de dividendes

(1 euro par action contre 3,35 euros l'année précédente).

### • Faiblesses

En 2008 l'activité de banque de financement et d'investissement a été affectée par des difficultés croissantes dans les activités de marché qui ont fortement impacté les résultats du Groupe. Sur le premier trimestre 2009 l'activité du pôle «Investment Solutions» (ou gestion d'actifs) a reculé de 9,2 % notamment suite à une baisse de la valorisation des actifs sous gestion et des volumes de transaction.

Sur les trois premiers mois de 2009 le coût du risque (à 1,8 milliard d'euros) a été multiplié par 3,3 du fait de la dégradation de l'environnement économique. Celle-ci a affecté certains portefeuilles de crédit, particulièrement chez BancWest, Personal Finance, en Ukraine et même dans les métiers de banque de financement et d'investissement.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Activités de détail (48 % du produit net bancaire) ; banque de financement et d'investissement (40 %) ; gestion d'actifs (12 %).

### • Le secteur

La situation est contrastée selon les pays. Si les banques américaines et européennes ont généralement amélioré leurs performances sur le premier trimestre 2009, les résultats des banques françaises ont été décevants. Ainsi les pertes de Natixis ont dépassé 1,8 milliard d'euros tandis que la Société Générale a enregistré des pertes de près de 280 millions d'euros. Quant au Crédit Agricole, ses résultats ont chuté de 77 % à 202 millions d'euros. Les banques françaises sont confrontées à la fois à des dépréciations sur leurs actifs à risques et à une explosion du coût du risque.

### • La valeur dans son secteur

Première banque française, première banque de la zone euro et cinquième banque mondiale.

### • Comment suivre la valeur

En tant que valeur financière le titre est influencé par une série d'éléments : (i) les taux d'intérêt dont l'évolution dépend des politiques monétaires (notamment des banques centrales européenne et américaine), (ii) l'état des bourses mondiales qui influencera ses activités de banque de financement et d'investissement et de gestion d'actifs, (iii) le niveau de consommation et d'épargne des ménages qui influenceront sur les performances de la banque de détail.

Surveiller le coût du risque qui s'est encore accru sur les derniers mois.

Outre Fortis, le groupe ne prévoit pas d'autre acquisition sur 2009.

# Bouygues

FR0000120503

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/12/2008 : 32,7 milliards d'euros (+ 11 %)

### • Résultats

Au 31/12/2008 : Résultat opérationnel courant : 2,2 milliards d'euros (+ 3 %); Résultat net (part du groupe) : 1,5 milliard d'euros (+ 9 %).

### • Prévisions

Le groupe prévoit un recul de 3% de son chiffre d'affaires pour 2009, à 31,7 milliards d'euros. Le chiffre d'affaires de tous ses métiers devrait reculer, la plus forte baisse revenant à TF1, avec -9 %. Seul Bouygues Telecom bénéficierait d'une hausse d'activité (+ 2 %). Sur le plan géographique, le chiffre d'affaires devrait se replier de 4 % en France et rester stable à l'international.

### • Stratégie

En immobilier résidentiel, Bouygues Immobilier s'adapte à la crise. Le groupe a choisi de réduire de 10 % à 15 % ses coûts et donc les prix de vente des logements qu'il commercialise. A cela s'ajoute l'abandon en 2008 de 76 programmes immobilier. Enfin, un plan social va conduire à la suppression de 147 postes, correspondant environ à 10 % des effectifs. Concernant sa participation dans Alstom, le groupe souhaite un rapprochement avec Areva. Cela pourrait être favorisé par la fin du partenariat entre Siemens et le leader mondial de l'énergie nucléaire, à travers le dénouement de leur coentreprise.

### • Événements financiers

En avril 2006, Bouygues a acquis la participation de

21 % de l'Etat dans Alstom et a conclu un accord de coopération avec cette entreprise. L'objectif pour le groupe était d'entrer dans de nouveaux métiers à forte croissance : les transports et l'énergie. Il est monté progressivement dans Alstom pour détenir 30 % de son capital fin 2008. La contribution de cette entreprise, consolidée par mise en équivalence, au résultat net de Bouygues a fortement augmenté en 2008 (+ 70 %) pour s'établir à 317 millions d'euros.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Son caractère familial assure au groupe une gestion patrimoniale prudente. Excepté TF1, tous les métiers du groupe ont affiché des progressions de leur activité et de leurs performances opérationnelles en 2008.

La diversification vers cinq métiers, à laquelle s'ajoute la participation dans Alstom, permet au groupe d'être mieux armé pour résister à la crise.

Bouygues mène une politique constante de hausse du dividende : le dividende de 1,60 euro par action sur le résultat 2008 est en augmentation de 7 %.

Grâce à une structure financière saine (le ratio d'endettement s'élève à 56 %), le groupe peut non seulement faire face à un environnement difficile, mais aussi être réactif et saisir les opportunités, notamment dans le secteur de l'énergie avec Areva.

Le premier contributeur en termes d'Ebitda (ou excédent brut d'exploitation), Bouygues Telecom, devrait être moins touché par la crise et bénéficier d'un développement de son chiffre d'affaires en 2009.

### • Faiblesses

Le statut de conglomérat du groupe vaut au titre d'être décoté ; TF1 a été malmené en 2008 avec une activité en baisse de 5 % et un Ebitda en recul de 26 %. L'entreprise subit à la fois la montée en

puissance des chaînes de la TNT et la crise du marché publicitaire.

L'arrivée d'un quatrième opérateur de téléphonie mobile, récemment décidée par le gouvernement français, pourrait menacer les positions de Bouygues Telecom.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Ses métiers s'organisent autour de deux pôles : la construction avec Bouygues Construction (BTP et Electricité), Bouygues Immobilier et Colas (Routes), et les télécoms-médias avec TF1 et Bouygues Telecom.

### • Le secteur

La Fédération française du bâtiment (FFB) estime que le chiffre d'affaires du secteur (hors inflation), qui a atteint 124 milliards d'euros en 2008, va chuter de 4 % cette année. Elle craint que près de 20 000 emplois soient supprimés sur un effectif total de la filière bâtiment de près de 1,3 million de personnes. Les mises en chantier de logements neufs ont chuté de 22,1 % sur les trois mois de décembre 2008 à février 2009, comparées à la même période de 2008. Dans la téléphonie mobile, Iliad, la maison mère de Free, est candidate à la quatrième licence de téléphonie mobile. Certains analystes considèrent que Free pourrait gagner 10 % de part de marché d'ici à 2015. La plupart estiment que, parmi les opérateurs, Bouygues court le risque un grand de voir sa position se détériorer.

### • La valeur dans son secteur

Colas est la première société mondiale de construction de routes. Bouygues Construction est le deuxième plus grand groupe mondial de la profession. TF1 est la première chaîne de télévision en Europe.

## • Comment suivre la valeur

Du fait de ses diverses activités, les performances du groupe sont affectées par un certain nombre de facteurs : l'activité construction sera influencée par l'état général de l'économie (notamment le niveau des taux d'intérêt et le niveau de confiance des ménages) et par les actions de relance des gouvernements. Dans les médias, l'évolution des recettes publicitaires sera à étudier avec attention. Quant aux télécoms, l'attribution de la quatrième licence mobile sera à suivre. Enfin, la consolidation de la présence du groupe dans l'énergie sera à surveiller.

# Capgemini

FR0000125338

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009 : 2 205 millions d'euros (+ 0,9 %) ; au 31/12/2008 : 8 710 millions d'euros (stable mais en croissance de 5 % à périmètre et taux de change constants).

### • Résultats

Au 31/12/2008, résultat opérationnel : 586 millions d'euros (+ 18,9 %) ; résultat net part du groupe : 451 millions d'euros (+ 2,5 %).

### • Prévisions

L'entreprise a confirmé ses prévisions pour le premier semestre 2009 avec un chiffre d'affaires en légère décroissance (environ 2 % à taux de change et périmètre constants) et un taux de marge opérationnelle qui devrait rester supérieur à 6,5 % (contre 7,6 % au 1<sup>er</sup> semestre 2008). Capgemini estime également que sa trésorerie nette devrait s'établir entre 300 à 350 millions d'euros à la fin du premier semestre.

### • Stratégie

Pour préserver ses marges le groupe adapte ses effectifs à la demande et surveille étroitement sa masse salariale. Avec la volonté de réduire ses coûts, il recourt de façon croissante à l'offshore (dans les pays disposant de main-d'œuvre à bas coût). Dans cette optique, l'année 2006 avait marqué un tournant dans la stratégie du groupe avec le rachat de l'Indien Kanbay.

Aujourd'hui Capgemini compte plus d'ingénieurs en Inde qu'en France (qui emploie plus de 21 000 salariés). Localisés essentiellement en Inde mais

aussi en Pologne, en Chine, au Maroc et en Amérique latine, les effectifs «offshore» représentaient, fin 2008, 28 % de l'effectif total du Groupe.

L'autre objectif du groupe est de bien gérer sa trésorerie en restant prudent. C'est pourquoi aucune grande acquisition n'est prévue à court terme alors que de petites opérations sont envisageables.

## ■ Événements financiers

Le groupe qui dispose déjà de 3 000 employés en Pologne, vient de renforcer sa présence en Europe de l'Est avec un site de 250 postes à Iasi, en Roumanie.

La société a récemment émis une Océane (obligation convertible en actions nouvelles ou existantes) pour un montant de 575 millions d'euros. Cet emprunt produit des intérêts de 3,5 % jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 2014. L'objectif est de financer les activités courantes du groupe mais aussi, le cas échéant, de rembourser tout ou partie des Océanes émises précédemment par la société et arrivant à échéance en 2010.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Les résultats 2008 ont été conformes aux objectifs. Malgré un contexte difficile, le groupe a maintenu le dividende distribué à 1 euro par action.

Capgemini recourt de façon croissante à l'offshore, ce qui lui permet de proposer des prestations à moindre coût en améliorant ses marges : entre 2007 et 2008 près de la moitié des recrutements a été opérée dans les pays «offshore».

Son bilan est solide avec une trésorerie nette qui s'élevait à 774 millions d'euros fin 2008. Le groupe dispose donc d'une bonne marge de manœuvre pour s'adapter à la crise.

Certains analystes estiment que Capgemini est sous-valorisé avec une capitalisation boursière

inférieure à 3,9 milliards d'euros. Le cours du titre bénéficie donc d'un potentiel de valorisation.

### • Faiblesses

Sur le premier trimestre les prises de commandes sont en baisse de 9 % en moyenne pour trois métiers (conseil, intégration de systèmes et services de proximité) du fait d'un certain attentisme des clients dans le lancement de nouveaux projets. Le groupe est très sensible à l'évolution de la livre sterling car il réalise une part importante de son activité en Grande-Bretagne : l'an passé l'activité a été négativement impactée par la forte appréciation de l'euro par rapport à la livre sterling (+ 16,1 %).

La nouvelle obligation convertible a surpris les investisseurs, qui pensaient que l'entreprise n'aurait pas besoin d'une nouvelle émission.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Quatre métiers, le conseil en stratégie et transformation, l'intégration de systèmes, l'infogérance, et les services informatiques de proximité.

### • Le secteur

La pression accrue sur les prix renforce pour les acteurs l'intérêt des services dans les pays à bas coûts. Selon les dirigeants de Capgemini, l'offshore coûte sept fois moins cher que le «onshore» en Europe de l'Ouest.

En Europe, les entreprises opérant dans le secteur des SSII et des éditeurs devraient subir un léger recul de leur activité en 2009. La situation est néanmoins contrastée selon les pays : la France, l'Allemagne et la Grande-Bretagne s'en sortiraient beaucoup mieux que l'Espagne, où un fort recul est à prévoir.

Sur le plan mondial, le cabinet Gartner table sur un

recul de 1,7 % de la demande de services informatiques en 2009, à environ 800 milliards de dollars. La valeur dans son secteur : un des leaders mondiaux du conseil, des services informatiques et de l'infogérance.

### • Comment suivre la valeur

Comme pour toute SSII, les performances de Capgemini sont sensibles aux dépenses informatiques engagées dans les entreprises, aux effectifs et au niveau d'intercontrats.

Bien examiner les comptes du premier semestre pour vérifier que les résultats sont conformes aux prévisions émises.

Suivre les petites acquisitions, avec toujours l'ambition du groupe de renforcer le poids de l'offshore.

# Carrefour

FR0000120172

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/12/2008 : 86 967 millions d'euros, en croissance de 6,4 % à changes constants.

### • Résultats

Au 31/12/2008 : Résultat net part du groupe (des activités poursuivies) : 1 255,6 millions d'euros.

### • Prévisions

Le groupe prévoit une année 2009 difficile et estime que les mesures initiées pour optimiser son fonctionnement et réduire ses coûts produiront leurs effets essentiellement dans la seconde partie de l'année.

### • Stratégie

La génération de cash-flow libre, qui passera par l'optimisation des stocks et la maîtrise des investissements, demeure une des priorités. Pour maintenir les marges, 500 millions d'euros d'économies seront réalisées en durcissant notamment la politique des achats. Le groupe souhaite également faire de Carrefour une «marque ombrelle» forte et visible, suivant ainsi le modèle de son concurrent britannique Tesco.

Le groupe, qui concentre ses efforts sur la France, a récemment présenté une nouvelle gamme de produits (regroupant 400 articles) sous la marque Carrefour Discount. Carrefour complète ainsi son offre sous sa marque propre. Son objectif, d'ici à trois ans, est qu'un produit vendu sur deux soit sous sa marque de distributeur. Il s'agit également de développer une image de prix bas, notamment à travers une campagne de communication désormais confiée à Publicis.

Le groupe continuera à aller chercher la croissance sur les marchés à fort potentiel, en particulier le Brésil, la Chine, la Russie et l'Inde.

## • Événements financiers

En mars 2007 Bernard Arnault, à travers sa holding familiale, Groupe Arnault, et la société d'investissement Colony Capital sont devenus les actionnaires de référence de Carrefour, avec 13 % de son capital au 31 décembre 2008. L'une de leurs décisions importantes a été de nommer, en novembre 2008, un nouveau directeur général, le Suédois Lars Olofsson, qui a remplacé l'Espagnol José Luis Duran.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Positions dominantes dans son secteur. Diversification géographique qui permet au groupe de moins pâtir de l'atonie du marché français et de bénéficier de la croissance dans les pays émergents.

Structure financière saine avec un ratio d'endettement net de 61 %.

L'arrivée de Lars Olofsson (précédemment chez Nestlé) à la tête de Carrefour pourrait donner au groupe l'élan nécessaire pour faire face à un contexte difficile et prendre les mesures qui s'imposent.

Forte pression sur la rentabilité de la part des nouveaux actionnaires de référence.

### • Faiblesses

Le marché français, pour lequel la consommation de produits alimentaires est en retrait, représente une large part (44 % à fin 2008) du chiffre d'affaires du groupe.

Dans un contexte de crise, la forte concurrence sur les prix que se livrent les acteurs entame les marges de Carrefour.

Sur les derniers mois, le distributeur a dû faire face à un ralentissement de son activité : sur le dernier trimestre 2008, l'augmentation du chiffre d'affaires a été limitée à 1,9 % contre 3 % attendu de hausse. Sur le premier trimestre 2009, le chiffre d'affaires global du groupe a reculé de 1,4 % à changes constants.

Le changement des habitudes de consommation en France (avec un attrait plus grand pour les magasins de proximité) pénalise les hypermarchés, premier pôle d'activité du groupe.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Quatre formats principaux de magasins alimentaires : les hypermarchés (57 % de l'activité), les supermarchés (17 %), le maxidiscount (10 %) et autres (notamment les magasins de proximité) (16 %).

### • Le secteur

La guerre des prix pourrait s'intensifier en 2009 et peser sur les marges des enseignes. Alors qu'il ne représentait que 13,7 % de part de marché en mars 2008, le hard-discount en détient aujourd'hui 14,4 %. Il bénéficie non seulement d'une bonne image en termes de prix, mais répond aussi aux nouvelles tendances de consommation, qui privilégient les magasins de plus petit format. Selon le directeur du Centre de recherche pour l'étude et l'observation des conditions de vie (Crédoc), la crise incite les ménages français à éviter les hypermarchés, «temples de la consommation», pour leur préférer les épiceries ou les magasins de quartier. Il nomme cette évolution «la fin de l'ère de l'hyperconsommation», qui dominait la grande distribution depuis les années 1970.

## • La valeur dans son secteur

Deuxième distributeur mondial et premier distributeur européen.

## • Comment suivre la valeur

L'activité du groupe est étroitement liée au niveau de consommation des ménages. Cette dernière devrait être affectée par la croissance probable du chômage sur les prochains mois. L'ouverture du capital de Carrefour Property, foncière du groupe qui détient 14 milliards d'euros d'actifs, est à surveiller. Le groupe chercherait, en effet, à faire entrer des investisseurs institutionnels dans son capital pour des montants compris entre 200 et 500 millions.

# Crédit Agricole

FR0000045072

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009, produit net bancaire : 4 061 millions d'euros (- 1,2 %) ; au 31/12/2008, produit net bancaire : 15 956 millions d'euros (- 4,8 %).

### • Résultats

Au 31/03/2009, résultat brut d'exploitation : 1 083 millions (+ 21,4 %) ; au 31/12/2008, résultat brut d'exploitation : 3 321 millions d'euros (- 18 %).  
Au 31/03/2009, résultat net part du groupe : 202 millions d'euros (- 77,4 %) ; au 31/12/2008 : 1 024 millions d'euros (contre 4 044 millions d'euros en 2007).

### • Prévisions

Pas de prévisions chiffrées.

### • Stratégie

Trois types de mesures ont été pris pour résister à la crise financière : (i) une augmentation de capital a été réalisée pour porter à un objectif cible de 8,5 % le ratio de solvabilité tier 1, (ii) le profil de risque de la banque de financement et d'investissement (Calyon) a été réduit en procédant à une revue systématique de son portefeuille (plan de recentrage et de développement pour la période 2008-2010). A cela s'est ajouté un processus de réduction des charges, en particulier des coûts fixes et des rémunérations variables.

### • Événements financiers

Le pacte reliant la Banque à Generali concernant leur participation dans Intesa Sanpaolo a été gelé suite à un premier accord bloqué par les autorités

italiennes. Generali et le Crédit Agricole détiennent respectivement 5,07 % et 5,82 % d'Intesa Sanpaolo. Les autorités italiennes estiment que le Crédit Agricole ne respecte pas son engagement de réduire sa participation à 2 % cette année. Or le Crédit Agricole refuse de vendre à perte ses titres : la valeur de marché de sa participation a chuté de 3,6 milliards d'euros à 1,7 milliard d'euros entre fin 2007 et fin 2008.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Fortes positions en France et en Europe dans la banque de détail.  
Ses ratings sont inchangés depuis le début de la crise, aussi bien chez Standard and Poor's (notation long terme AA-) que chez Moody's (Aa1).  
Même s'il diminue à 0,45 euro par action du fait d'un profit net en baisse, le dividende versé sur les résultats 2008 représente un fort taux de distribution (97 %).

Son portefeuille d'activités est relativement équilibré, ce qui limite les risques.

Avec un ratio de solvabilité tier 1 à 8,8 %, la structure financière est très solide.

Sur le premier trimestre 2009, le groupe est parvenu à réduire ses charges d'exploitation (- 7,5 %). Cette évolution est particulièrement marquée en banque de financement et d'investissement, pour laquelle, conformément au plan de recentrage, ces charges reculent de 16,3 % sur un an.

### • Faiblesses

Sur les trois premiers mois de 2009, les revenus du pôle gestion d'actifs, assurances et banque privée sont toujours impactés par les performances des marchés et s'inscrivent en baisse de 27,7 %.

Le coût du risque, multiplié par 2,4, a été porté à 1,1 milliard d'euros sur le premier trimestre 2009. Il

est principalement concentré sur les métiers services financiers spécialisés, banque de détail à l'international (principalement le grec Emporiki) et banque de financement.

Sur l'année 2008, le résultat net du groupe a été divisé par quatre (à 1 milliard d'euros) du fait de la banque de financement et d'investissement (Calyon) pour lesquelles les activités de structurés de crédit et de dérivés exotiques actions étaient en cours d'arrêt.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Banque de proximité en France (24 % du produit net bancaire) ; banque de détail à l'international (19 %) ; services financiers spécialisés (crédit à la consommation) (19 %) ; gestion d'actifs, assurance & banque privée (26 %) ; banque d'investissement et de financement (12 %).

### • Le secteur

La crise devrait favoriser la recomposition du secteur bancaire français, comme souligné par le rapprochement entre la Société Générale et le Crédit Agricole dans leur métier de gestion d'actifs. Avec 638 milliards d'euros d'actifs sous gestion, la nouvelle entité se situera au 4<sup>e</sup> rang européen et au 9<sup>e</sup> rang mondial dans son métier. D'autres partenariats de ce type pourraient voir le jour notamment dans la conservation de titres, l'épargne salariale, ou dans certains métiers de la banque de financement et d'investissement. L'objectif est d'atteindre une taille critique dans un domaine précis et de mieux s'adapter à un environnement difficile.

### • La valeur dans son secteur

Leader de la banque de proximité en France (28 % de part de marché auprès des ménages) ; n° 1 en Europe par les revenus de la banque de détail ;

Parmi les leaders européens du crédit à la consommation ; n° 1 en France et en Europe en gestion collective ; n° 2 en France et 11<sup>e</sup> en Europe en assurance.

## • Comment suivre la valeur

En tant que valeur financière le titre est corrélé (i) à l'évolution des taux d'intérêt, (ii) au niveau de consommation et d'épargne des ménages et (iii) à l'état des bourses mondiales.

Surveiller l'évolution du pacte liant la banque à Generali, les conclusions de l'enquête anti-trust ouverte par les autorités italiennes et les pénalités potentielles imposées au Crédit Agricole.

Suivre le rétablissement de la structure de bilan de la filiale grecque Emporiki : suite à une augmentation de capital de 850 millions d'euros, le Crédit Agricole est monté à 82,48 % du capital (contre 72 % précédemment).

# Danone

FR0000120644

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Croissance de 19,1 % en 2008 à 15,2 milliards d'euros du fait de l'acquisition de Numico (croissance de 8,4 % à données comparables).

### • Résultats

En 2008, croissance de 12,3 % du résultat opérationnel courant (à 2.27 milliards d'euros) et amélioration de la marge opérationnelle courante de 53pb (à 14,91 %) à données comparables.

### • Prévisions

Pour 2009, compte tenu du ralentissement économique, y compris dans les pays émergents, table sur une croissance interne de quelques points inférieure aux 8 % à 10 % visés pour 2008. Prévoit également une hausse de 10 % de son bénéfice net dilué par action à périmètre de consolidation et taux de change constants.

### • Stratégie

Dans le cadre de sa stratégie de recentrage sur la santé, le groupe a cédé entre 1997 et 2007 la totalité de ses activités d'épicerie, ses activités d'emballage, ses activités de fromage et charcuterie (Galbani), ses activités brassicoles européennes, ses activités sauces et ses activités biscuits (à l'exception de ses participations en Amérique latine et en Inde).

Après l'acquisition du néerlandais Numico, en octobre 2007, Danone intègre désormais deux métiers orientés santé et en forte croissance, la nutrition médicale et la nutrition infantile.

Dans un environnement très difficile, Danone compte consolider sa stratégie d'innovation en 2009.

### • Événements financiers

En 2007 le groupe a mené simultanément une cession majeure (pôle Biscuits) et une acquisition stratégique, la plus grosse jamais effectuée par le Groupe (Numico).

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Acteur majeur de l'industrie alimentaire mondiale. Bonne résistance à la crise grâce à la renommée de ses marques.

Fort dynamisme en termes d'offre grâce à une politique d'innovation constante et à une grande réactivité par rapport à la demande des consommateurs (en France, face au poids croissant des marques de distributeurs, lancement de l'Ecopack, pack de yaourts à 1 euro).

Politique de cessions d'actifs non stratégiques (récemment sa filiale en Australie et Nouvelle-Zélande Fructor) pour réduire l'endettement.

Le positionnement santé permet au groupe de répercuter les hausses de prix de ses matières premières, et donc de préserver ses marges.

Avec un flottant de plus de 78 %, et en l'absence d'un actionnaire de référence, le groupe est potentiellement opéable, ce qui présente un intérêt spéculatif.

### • Faiblesses

En France, essor des marques de distributeurs dans un contexte de crise.

Difficultés structurelles du pôle des eaux embouteillées dans les pays développés.

Le conflit avec le chinois Wahaha s'enlise (depuis 2005). Il est désormais arbitré par la chambre de commerce de Stockholm.

Du fait des nouvelles normes comptables (qui imposent de réévaluer les goodwill), le groupe pourrait enregistrer des dépréciations élevées

suite au rachat de Numico. Cette acquisition, de plus de 12 milliards d'euros, a gonflé l'endettement du groupe.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

(i) produits laitiers frais, (ii) eaux et (iii) alimentation infantile et nutrition médicale.

### • Le secteur

Dans un contexte économique très tendu, les grands acteurs tels que Danone ou Nestlé résistent car leur capacité d'innovation leur permet de développer de nouveaux produits à plus forte valeur ajoutée.

### • La valeur dans son secteur

N° 1 mondial des produits laitiers frais, n° 2 des eaux embouteillées, n° 2 de la nutrition infantile (et leader européen) et n° 3 de la nutrition médicale. Danone est l'un des rares acteurs de l'agroalimentaire totalement recentré sur la santé, ce qui lui confère un avantage stratégique certain.

### • Comment suivre la valeur

Valeur défensive du fait de son activité. Néanmoins, la concurrence des MDD souligne bien que les performances du groupe sont influencées par le contexte économique général.

Danone cherche à se désendetter, donc d'autres cessions sont possibles.

Entreprise facilement opéable, d'autant plus que le cours de l'action a chuté de plus de 27 % sur un an.

# Dexia

BE0003796134

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009 : 1 703 millions d'euros (+ 13,6 %) ;  
au 31/12/2008 : 3 556 millions d'euros (- 48,4 %).

### • Résultats

Au 31/03/2009, résultat brut d'exploitation :  
807 millions d'euros (+ 44,9 %) ; au 31/12/2008,  
résultat brut d'exploitation : - 563 millions (contre  
+ 3 062 millions en 2007).

Au 31/03/2009, résultat net part du groupe :  
251 millions d'euros (- 13,1 %) ; au 31/12/2008 :  
- 3 326 millions d'euros (contre + 2 533 millions  
d'euros en 2007).

### • Prévisions

Le groupe a pour objectif de réduire sa base de  
coûts de 15 % en trois ans. Dès 2009, l'impact du  
plan d'économies sur les comptes sera de l'ordre  
de 200 millions d'euros. Le recentrage et la revue  
des activités s'accompagnent d'un projet global de  
réductions d'effectifs, de l'ordre de 900 postes  
pour l'ensemble du groupe en 2009.

### • Stratégie

En novembre 2008 Dexia a adopté un plan de trans-  
formation qui s'articule autour de trois axes : la  
réduction du profil de risque du groupe, la priorité  
donnée aux clients et métiers historiques et l'adap-  
tation de la structure de coûts. Outre l'accord de  
cession de la filiale américaine de rehaussement de  
crédit, FSA, la réduction du profil de risque passe  
par une limitation des activités de marché et un  
arrêt des activités de trading pour compte propre.  
Le groupe se recentre également sur ses métiers

historiques (financement des collectivités  
publiques et banque commerciale) et ses princi-  
aux marchés (France, Belgique, Luxembourg, Tur-  
quie, Italie et péninsule ibérique).

### • Événements financiers

Afin de rétablir la solvabilité, une augmentation de  
capital de 6,0 milliards d'euros a été menée en  
2008, souscrite par les actionnaires du groupe et  
par les Etats français et belge. De plus, l'an passé  
les Etats français, belge et luxembourgeois ont  
accordé leurs garanties notamment à certaines  
nouvelles émissions, afin d'assurer la liquidité du  
groupe.

Enfin, Dexia a passé un accord avec assured guar-  
ranty pour céder FSA Holdings, à l'exclusion de son  
activité financial products. Dexia se désengage  
ainsi de l'activité d'assurance, qui présente une  
exposition significative au marché américain.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Résultats trimestriels supérieurs aux attentes des  
analystes, le groupe renouant avec les bénéficiaires.  
Dexia bénéficie d'un ratio de solvabilité élevé avec  
un ratio tier 1 de 10,7 %. Ce chiffre est bien supé-  
rieur à la moyenne des autres établissements ban-  
caires.

Le groupe est désormais engagé dans des activités  
moins risquées : ses deux métiers historiques ont  
été des moteurs de rentabilité sur les trois premiers  
mois de 2009.

Exceptée sa filiale FSA, les coûts ont diminué de  
5,5 % par rapport au premier trimestre de l'année  
dernière, grâce aux premiers effets des mesures de  
réduction des coûts.

La liquidité du groupe s'est améliorée : la garantie  
accordée par les États lui a permis de lever plus de  
21 milliards d'euros de financements à moyen et

long terme entre début 2009 et la fin du mois  
d'avril. Cette aide a également facilité son accès  
aux marchés de financement à court terme et a per-  
mis d'accroître la base des dépôts.

Le système rémunération des dirigeants a été com-  
plètement revu de façon à éviter les abus.

### • Faiblesses

Dexia ne distribuera pas de dividende du fait de ses  
pertes nettes en 2008.

Le groupe pâtit d'une fragilité structurelle en raison  
d'un développement précédent éloigné de ses  
métiers de base.

En dépit de la cession de sa filiale américaine FSA,  
Dexia va conserver une exposition à certains  
actifs : si 2 milliards de dollars ont été provisionnés  
fin mars, une perte potentielle supplémentaire de  
2,5 milliards de dollars pourrait être supportée.

La Commission européenne a lancé une enquête  
approfondie sur le plan de restructuration de Dexia  
et souhaite qu'il soit durci, ce qui pourrait impliquer  
une rémunération accrue des garanties émises.

Le groupe est désormais centré sur des activités à  
faibles marges et très concurrentielles.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Deux métiers de base : financement des collectivi-  
tés publiques et banque de détail et commerciale.

### • Le secteur

Une charte de bonne conduite a été développée  
entre les banques et les associations d'élus pour  
limiter les emprunts à risques sur le marché du  
financement des collectivités locales. Une meilleu-  
re transparence permettrait aux collectivités de  
mieux maîtriser les prêts structurés, produits qui  
s'étaient beaucoup développés sur les dernières  
années. Des établissements tels que Dexia, la Cais-

se d'Épargne, la Société Générale et le Crédit Agri-  
cole sont invités à souscrire à cette charte qui pré-  
voit que la banque renoncera à proposer tout pro-  
duit exposant à des risques sur le capital et des  
produits reposant sur certains indices à risques  
élevés.

### • La valeur dans son secteur

Un des leaders mondiaux du financement des col-  
lectivités locales. Dans la Banque de détail et com-  
merciale Dexia fait partie des trois principaux  
acteurs en Belgique et au Luxembourg.

### • Comment suivre la valeur

Avec la crise financière, le titre a perdu son statut de  
valeur refuge : le cours a chuté de 60 % sur un an.

La cession de la filiale FSA, qui devrait être finalisée  
pour fin juin, et à suivre alors que Moody's pourrait  
dégrader les notes de cette société.

La liquidité du groupe, qui constitue l'une de ses  
principales faiblesses, est également à surveiller,  
de même que la politique de réduction des coûts.

# EADS

NL0000235190

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009 : 8 467 millions d'euros (- 14 %) ;  
au 31/12/2008 : 43 265 milliards d'euros (+ 11 %).

### • Résultats

Au 31/03/2009, résultat opérationnel (EBIT) :  
232 millions (- 70 %) ; résultat net : 170 millions  
d'euros (- 40 %)

Au 31/12/2008, résultat opérationnel : 2 830 mil-  
lions d'euros (contre 52 millions en 2007) ; résultat  
net : 1 572 millions d'euros (contre une perte de  
446 millions en 2007).

### • Prévisions

Le groupe a récemment réaffirmé ses prévisions. Il  
table toujours sur un chiffre d'affaires stable et un  
bénéfice d'exploitation en baisse mais significati-  
vement positif pour 2009. Il devrait également  
enregistrer 300 nouvelles commandes brutes,  
alors qu'il n'en a que 90 pour le moment.

Concernant le futur avion de transport militaire,  
l'A400M, il espère que le premier vol se réalisera  
autour de la fin de l'année. EADS a rappelé la mena-  
ce d'une nouvelle charge significative, liée au  
retard pris dans le premier vol de cet avion.

### • Stratégie

Les réductions de coûts pourraient être renforcées,  
dans un secteur en crise. Chez Airbus, les cadences  
vont être réduites à partir de cet automne.

### • Événements financiers

Les sept Etats clients de l'A400M (la France, l'Alle-  
magne, le Royaume-Uni, l'Espagne, la Turquie, la

Belgique et le Luxembourg) ont reporté à fin juillet  
le début de la renégociation du programme avec  
Airbus. Elle devrait aboutir à la révision du contrat  
initial (notamment les spécificités de l'avion, les  
modalités de financement et le calendrier des livrai-  
sons). Elle pourrait également conduire à une  
réduction des pénalités de retard à payer par EADS.  
Le groupe ne réalisera pas d'acquisition significati-  
ve tant que la crise ne sera pas terminée.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

EADS a enregistré des résultats meilleurs que ceux  
anticipés par les analystes sur l'année 2008. Il pré-  
voit de rester bénéficiaire en 2009.

Il bénéficie d'un carnet de commandes très élevé  
qui, à plus de 412 milliards d'euros, équivaut à  
presque dix années de chiffre d'affaires.

Le niveau des commandes nettes d'Airbus est,  
pour le moment, bien supérieur à celui de son  
concurrent Boeing (71 contre 13).

Le groupe dispose d'une trésorerie confortable à  
fin mars 2009, même si presque la moitié provient  
d'avances clients. Cela lui permet de bénéficier  
d'une bonne flexibilité financière.

Le dividende par action de 20 centimes, au titre de  
l'exercice 2008, est supérieur aux attentes des ana-  
lystes.

### • Faiblesses

Sur le premier trimestre, EADS a réalisé de très  
mauvais résultats avec des baisses respectives de  
son résultat opérationnel et de son bénéfice net de  
70 % et de 40 %.

Sur les trois premiers mois de 2009, la principale  
filiale du groupe, Airbus, a subi une baisse des prix  
des avions livrés, des effets de change négatifs et  
des stocks qui ont progressé.

Les déboires de l'avion militaire A400M, qui accu-

mule les retards, ont pesé sur l'EBIT au premier tri-  
mestre. Le montant des pénalités de retard liées à  
cet avion, et que le groupe devra provisionner dans  
ses comptes, pèse également sur la visibilité à  
court terme du titre.

Son concurrent Boeing est mieux armé pour faire  
face à la crise de l'aviation civile du fait de son acti-  
vité militaire. Cette dernière représente la moitié de  
son chiffre d'affaire alors que le militaire, la défen-  
se et la sécurité ne représentent que 18 % des reve-  
nus d'EADS.

La volatilité du cours de change de l'euro par rapport  
au dollar va continuer à peser sur le cours du titre alors  
que l'avionneur n'a couvert cette année son risque de  
change qu'au niveau d'un euro pour 1,26 dollar.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Airbus civil (59 % du chiffre d'affaires 2008) ; Airbus  
militaire (6 %), Eurocopter (hélicoptères, 10 %),  
Astrium (espace, 9 %), systèmes de défense et de  
sécurité (12 %), autres (4 %).

### • Le secteur

Il subit de plein fouet la crise du tourisme et les dif-  
ficultés des compagnies aériennes. L'Association  
internationale du transport aérien (IATA) table sur  
des livraisons en chute de 30 % en 2010. EADS  
entrevoit déjà l'année prochaine comme une pério-  
de délicate durant laquelle il pourrait être amené à  
réduire davantage que prévu ses cadences de pro-  
duction. Les compagnies aériennes clientes multi-  
plient déjà les reports et ont du mal à financer les  
avions à livrer.

### • La valeur dans son secteur

EADS se présente comme un leader mondial de l'aé-  
rospatiale, de la défense et des services associés.

## • Comment suivre la valeur

Les performances de l'entreprise sont étroitement  
liées à la santé des compagnies aériennes, de par  
l'importance de l'aviation civile dans son chiffre  
d'affaires. La bonne santé du secteur aérien  
dépend, elle, de la situation géopolitique et écono-  
mique mondiale, influant le tourisme et les voyages  
d'affaires, mais aussi du prix de baril de pétrole. Les  
prévisions de livraisons d'avion représentent un  
indicateur à étudier de près.

Le cours du titre est très sensible à l'évolution du  
dollar par rapport à l'euro, avec des coûts payés en  
majorité en euros et plus de la moitié des recettes  
facturée en dollars.

2010 sera cruciale pour EADS, car c'est l'année où  
les compagnies aériennes pourront réellement  
juger si la crise va durer.

Les investisseurs seront dans l'attente des conclu-  
sions des discussions entre EADS et les sept pays  
clients de l'A400M.

# EDF

**FR0010242511**

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009 : 21 106 millions d'euros (+ 15,1 % et + 12,5 % de croissance organique); Au 31/12/2008 : 64 279 millions (+ 7,8 %).

### • Résultats

Au 31/12/2008, résultat d'exploitation : 7 911 millions d'euros (- 20,8 %) - Résultat net part du groupe : 3 400 millions (- 39,5 %)

### • Prévisions

Le Groupe a confirmé ses objectifs pour 2009 : son Ebitda (qui correspond à l'excédent brut d'exploitation) devrait être dynamisé par la consolidation des activités nouvellement acquises, en particulier British Energy. Le résultat net de 2009 hors éléments non récurrents ne devrait pas être supérieur à celui de 2008.

### • Stratégie

Pour la période 2008-2012, le groupe a arrêté 3 priorités stratégiques : la relance du nucléaire dans le monde, les énergies renouvelables et l'efficacité énergétique, et enfin le renforcement de son leadership en Europe. La priorité du Groupe pour 2009 est la croissance organique et le renforcement de sa structure financière, en cohérence avec une notation forte. A cet égard, il a engagé un programme de cessions d'actifs qui devrait alléger son endettement financier net d'au moins 5 milliards d'euros à fin 2010. Il cherche déjà à céder son réseau de distribution d'électricité en Grande-Bretagne, estimé à 3,36 milliards d'euros.

### • Evénements financiers

Début 2009, EDF a finalisé l'acquisition de British

Energy pour près de 12 milliards de livres sterling (13,6 milliards d'euros). Il s'agit de la plus importante acquisition de son histoire. Cette opération devrait lui permettre de jouer un rôle de premier plan dans le renouveau du nucléaire au Royaume-Uni. Ce rachat améliore également les positions existantes du groupe sur les marchés de la production d'énergie au Royaume-Uni. A l'horizon de 2011 des synergies de coûts, de revenus et des synergies opérationnelles d'un montant global d'environ 200 millions d'euros devraient être générées.

EDF a également finalisé la reprise pour 4,5 milliards de dollars (3,1 milliards d'euros) de 49,9 % des activités nucléaires de l'américain Constellation Energy. Il a enfin acquis la participation de 51 % de son partenaire britannique, Centrica, dans le second électricien belge SPE.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Fortes positions concurrentielles en Europe, en particulier en France.

Les besoins énergétiques futurs sont énormes car d'ici une dizaine d'années 1 milliard de personnes devraient accéder à l'électricité dans le monde.

Bonne progression de l'activité sur le premier trimestre 2009 grâce aux évolutions de tarifs et à l'intégration dans les comptes des performances du British Energy. Même si depuis 2007 le marché français est ouvert à la concurrence, le leadership d'EDF n'est, pour le moment, pas menacé du fait de prix de revient très compétitifs grâce à ses réacteurs nucléaires.

En mettant la main sur British Energy, EDF devient le principal acteur de la relance du nucléaire en Grande-Bretagne. Cela répond à sa volonté de devenir le premier acteur mondial dans ce domaine.

En dépit de la baisse du résultat net par action en 2008 (1,87 euro contre 3,08 en 2007), le dividende est maintenu à 1,28 euro par action.

### • Faiblesses

La structure financière d'EDF a été fragilisée par l'acquisition de British Energy : l'endettement net s'élevait, fin 2008, à 24,5 milliards d'euros (en progression de 48 % par rapport à 2007), soit 1,04 fois les capitaux propres part du groupe. L'agence de notation Standard & Poor's a d'ailleurs abaissé la note de la dette d'EDF de AA- à A+.

Le maintien des tarifs réglementés (déterminés par l'Etat), que seul EDF peut pratiquer pour l'instant, risque d'être menacé suite à la remise au gouvernement du rapport Champsaur. Il préconise d'étendre ces tarifs à tous les fournisseurs d'électricité.

L'annonce par EDF Energy d'une baisse des prix de l'électricité de 8,8 % en moyenne au Royaume-Uni à compter du 31 mars 2009 pourrait s'observer ailleurs en Europe.

Le recul du prix du pétrole pourrait limiter l'avantage du nucléaire, au cœur du développement du groupe.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Energéticien intégré, présent sur l'ensemble des métiers de l'électricité : production, transport, distribution, commercialisation et négoce d'énergies. EDF est également de plus en plus actif sur la chaîne du gaz en Europe.

### • Le secteur

Dans la production d'électricité d'origine nucléaire les acteurs, pourtant rivaux, n'hésitent pas à nouer des partenariats pour partager de lourds investissements et faire face à des recettes qui tombent plusieurs années après le démarrage d'un projet. Ainsi EDF a ainsi annoncé la création d'une co-entreprise avec le groupe britannique Centrica, pour exploiter quatre réacteurs EPR (dits de troisième

me génération). Aux Etats-Unis le groupe français a noué un accord avec Constellation Energy pour y construire et y exploiter quatre EPR. Les accords devraient se multiplier dans ce pays, sur un marché très morcelé.

### • La valeur dans son secteur

leader du marché français de l'électricité - Un des leaders européens de l'énergie avec de fortes positions en Allemagne, au Royaume-Uni et en Italie.

### • Comment suivre la valeur

EDF appartient au secteur des «utilities» (producteurs d'eau, de gaz et d'électricité), qui regroupe des valeurs défensives.

Surveiller les diversifications du groupe dans le gaz et les acquisitions dans le nucléaire.

L'évolution prochaine de l'application des tarifs régulés devrait être importante pour le groupe.

# Essilor

FR0000121667

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009 : 840,4 millions d'euros (+ 10,3 %) ;  
au 31/12/2008 : 3 074,4 millions (+ 5,7 %).

### • Résultats

Au 31/12/2008, résultat opérationnel : 514,5 millions (+ 2 %) ; résultat net (part du groupe) : 382,4 millions (+ 4,3 %).

### • Prévisions

La crise économique ne remet pas en cause les objectifs d'Essilor à moyen et long terme et le groupe va poursuivre ses acquisitions ciblées, notamment dans les laboratoires de prescription. Sur 2009, le groupe estime que la croissance par acquisitions pourrait représenter environ 6 %. Les ventes devraient être au moins stables au deuxième trimestre en données organiques. La marge opérationnelle devrait cette année être du même ordre que celle de 2008 (s'établissait alors à 18,2 %, hors acquisitions de Satisloh).

### • Stratégie

Essilor mène une politique de croissance externe extrêmement dynamique depuis plusieurs années. Depuis six ans, le groupe a acquis 95 sociétés, la plupart étant des laboratoires de prescription. Cette stratégie va se poursuivre en 2009. Sur le premier trimestre, Essilor a déjà mené plusieurs opérations : il a porté de 10 % à 51 % sa participation au capital de JZO, numéro un du marché des verres ophtalmiques en Pologne et distributeur de BBGR. En Inde, Essilor a augmenté de 10 % sa participation dans GKB Rx Lens Private

Ltd, qui exploite un réseau de laboratoires de prescription, et possède désormais 60 % de son capital. Essilor a également finalisé quatre petites acquisitions en Australie.

### • Événements financiers

En 2008, la croissance externe s'est poursuivie à un rythme soutenu car Essilor a mené 27 acquisitions, pour l'essentiel des laboratoires de prescription. Cette stratégie s'est déployée sur l'ensemble des régions, avec 15 opérations en Amérique du Nord, 7 en Europe, 3 en Asie, et une au Brésil. L'opération la plus importante concerne le rachat de Satisloh, le numéro un mondial des équipements de prescription optique.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Position de leader mondial bien affirmée car l'activité d'Essilor est deux fois plus élevée que celle de son challenger.

L'entreprise est dotée d'une bonne capacité d'innovation.

Sur le premier trimestre l'activité résiste, dans un contexte économique très déprimé, avec une croissance interne en repli modéré de 1 %.

Le groupe va distribuer un dividende net en hausse de 6,5 % (à 0,66 euro par action) au titre de 2008 ; La structure financière est extrêmement solide avec un ratio de dette nette sur capitaux propres de 4,7 % à fin 2008. Cette solidité procure au groupe une grande flexibilité lui permettant de mener des acquisitions grâce auxquelles il consolide ses parts de marché à travers le monde.

L'activité du groupe bénéficie du vieillissement de la population dans les pays développés et des problèmes visuels qui en résultent.

### • Faiblesses

L'essor de la chirurgie ophtalmologique (qui concerne pour le moment plutôt les classes les plus aisées) menace l'activité des opticiens.

Le groupe est soumis aux effets de change car il réalise une part importante de son chiffre d'affaires en dollar : si les effets de change sont positifs début 2009, en revanche, en 2008, Essilor a subi un effet de change négatif de 4 %.

Le titre est relativement cher avec un cours qui représente près de 18 fois les bénéfices attendus sur 2009.

La stratégie d'acquisition très dynamique pèse sur les marges (comme c'est le cas de Satisloh).

Le groupe est encore peu présent dans les pays émergents : les régions Asie-Océanie et Amérique latine ne représentent que 13 % du chiffre d'affaires.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Fabrication de verres adaptés à tous les types de défauts visuels. La fabrication et la vente d'instruments d'optique (principalement appareils de taillage de verres finis et équipements de dépistage des défauts visuels) représentent 5 % de l'activité.

### • Le secteur

Le marché de l'optique ophtalmique s'annonce une nouvelle fois difficile en 2009. Néanmoins, à moyen terme, le secteur bénéficie de plusieurs tendances favorables : du fait du vieillissement de la population dans les pays développés, le nombre de cas de presbytie (défaut visuel après 40 ans) va connaître une forte croissance à l'avenir. De plus, l'achat de lunettes est remboursé par les mutuelles, en Amérique du Nord et en Europe, régions qui concentrent la majeure partie de l'activité du groupe.

Enfin, les marchés émergents comportent un potentiel énorme de développement.

### • La valeur dans son secteur

Numéro un mondial de l'optique ophtalmique

### • Comment suivre la valeur

Apparenté au marché de la santé, la valeur est défensive : l'achat de lunettes, qui est à 90 % un acte de renouvellement, peut être reporté mais non annulé.

Les acquisitions, notamment dans les pays émergents, sont à surveiller.

Le groupe est facilement opérable car il ne possède pas d'actionnaire de référence et près de 91 % de ses actions sont détenues par le public.

# France Télécom

FR0000133308

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009 : 12 685 millions d'euros (+ 0,4 % à base comparable) ; au 31/12/2008 : 53 488 millions d'euros (+ 1 %).

### • Résultats

Au 31/03/2009 : Ebitda (ou résultat opérationnel) : 4 300 millions d'euros (- 4,4 % à base comparable) ; au 31/12/2008 : 10 272 millions (- 4,9 %), résultat net attribuable : 4 069 millions (- 35 %).

### • Prévisions

Le groupe a maintenu son objectif de cash-flow organique de 8 milliards d'euros (hors l'acquisition éventuelle de nouvelles fréquences pour les services mobiles) pour l'année 2009, équivalent à celui dégagé en 2008.

### • Stratégie

Le plan de transformation «Orange 2012» a pour objectif d'optimiser la structure de coûts et les modes de fonctionnement du groupe.

Trois principaux plans d'actions ont été mis en œuvre :

- la commercialisation de nouvelles offres adaptées à l'évolution de l'environnement économique pour maintenir ou renforcer ses parts de marché ;
- la réduction des charges opérationnelles pour limiter le recul de l'Ebitda ;
- le taux de Capex rapporté au chiffre d'affaires devrait se situer légèrement en dessous de 12 % en 2009 (après avoir prévu un taux compris entre 12 %

et 13 % précédemment). En cas de nouvelle détérioration de l'environnement économique, les investissements pourraient être encore revus à la baisse, afin de préserver la génération de cash-flow organique.

### • Événements financiers

La prise de contrôle de Mobinil (opérateur mobile égyptien) par France Télécom est compromise. En effet, les autorités boursières égyptiennes ont refusé de valider le projet d'offre publique d'achat de France Télécom sur les 29 % du capital d'ECMS (véhicule coté de Mobinil). De plus, les autorités ont également bloqué une décision de la chambre de commerce internationale qui avait condamné Orascom, actionnaire d'ECMS, à transférer sa participation dans Mobinil à France Télécom pour 530 millions d'euros. La prise de contrôle de Mobinil renforcerait la part du chiffre d'affaires du groupe dans les pays émergents (16 % au premier trimestre 2009). Ses concurrents, Telefonica et Vodafone y réalisent respectivement 38 % et 27 % de leur chiffre d'affaires.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Le groupe bénéficie de la grande proportion de son activité réalisée en France (47 % au premier trimestre 2009) alors que ce pays affiche une bonne résistance à la crise.

Sur le premier trimestre le chiffre d'affaires a bien résisté : il a progressé de 0,4 % (en données à base comparable) alors que le PIB moyen sur le périmètre d'activité du groupe, est en recul de - 1,7 % sur la période.

L'opérateur va maintenir sa politique de distribution de dividendes qui consiste à distribuer 45 % de ses liquidités opérationnelles organiques chaque année. Au titre de l'exercice 2008 le divi-

dende par action s'élèvera à 1,40 euro, en progression de 7,7 %.

Le groupe maintient son engagement d'un cash-flow interne annuel de 8 milliards d'euros jusqu'en 2011 à travers un ajustement de ses investissements.

Grâce à une récente décision de justice qui lui est favorable, France Télécom va pouvoir reprendre ses offres couplées d'accès à Internet et de diffusion d'Orange Sports. Sa stratégie, qui consiste à enrichir son offre d'accès à Internet en développant des contenus et pratiquer des prix plus élevés, est donc validée.

### • Faiblesses

Sur le premier trimestre 2009, le taux d'EBITDA diminue de 1,7 point par rapport au premier trimestre 2008 en raison notamment de l'impact des achats de contenus liés aux chaînes TV Orange en France.

L'incertitude quant à la prise de contrôle de l'opérateur égyptien Mobinil fragilise le développement du groupe dans les pays émergents alors que l'Egypte est l'un des marchés les plus dynamiques du continent africain.

A moyen terme, le groupe devra certainement affronter l'arrivée d'un quatrième acteur sur le marché français de la téléphonie mobile.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Services de communication personnels (téléphonie mobile) : 45 % du chiffre d'affaires, services de communication résidentiels (fixe & Internet) : 38 %, entreprises : 17 %.

### • Le secteur

En construisant leur propre réseau à très haut débit, les concurrents de France Télécom n'auront

plus à payer les tarifs de dégroupage. En 2008, après être intervenus auprès du régulateur des télécoms, Free et Neuf Télécom avaient obtenu une diminution de certains frais annexes (portant notamment sur les résiliations). Pour le moment, France Télécom a annoncé une baisse de ses tarifs de dégroupage de 9,29 euros à 9 euros par mois. Cela représente une économie de 17 millions d'euros par an pour l'ensemble des concurrents de France Télécom.

### • La valeur dans son secteur

France Télécom-Orange est le troisième opérateur mobile et le premier fournisseur d'accès Internet ADSL en Europe. Il est l'un des leaders mondiaux des services de télécommunications aux entreprises multinationales, sous la marque Orange Business Services.

### • Comment suivre la valeur

Le titre est très sensible aux actions intentées par ses concurrents. L'exclusivité de la vente de l'iPhone par Orange avait été ainsi portée devant la justice. Surveiller de près l'évolution du dossier Mobinil, qui représente un enjeu important pour le groupe.

# GDF Suez

**FR0010208488**

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009 : 25,6 milliards d'euros (+ 11,7 %) ;  
au 31/12/2008 : 83,1 milliards d'euros (+ 16,6 %).

### • Résultats

Au 31/03/2009 : Ebitda (résultat brut d'exploitation) : 5,3 milliards d'euros (+ 14,7 %) ; au 31/12/2008 : Ebitda 13,9 milliards (+ 10,7 %).

### • Prévisions

Malgré une conjoncture économique difficile et des prix de l'énergie déprimés, GDF Suez a confirmé son objectif d'un Ebitda 2009 en croissance par rapport à celui de 2008. Cette prévision inclut l'impact négatif d'environ 1,5 milliard d'euros sur la contribution Ebitda de la branche «global Gaz & GNL» du fait notamment de la baisse constatée du prix moyen du pétrole en 2009 et de moindres perspectives d'arbitrage.

Pour 2011, l'Ebitda devrait être compris entre 17 et 18 milliards d'euros.

### • Stratégie

Avec pour objectifs majeurs de répondre aux besoins en énergie, d'assurer la sécurité d'approvisionnement, de lutter contre les changements climatiques, et d'optimiser l'utilisation des ressources, le groupe a mis en place un plan d'investissement de 30 milliards d'euros nets sur la période 2008-2011, qui a été récemment confirmé.

Pour améliorer sa liquidité, dans un environnement difficile il a :

– accéléré la mise en œuvre du plan de performance de 1,8 milliard d'euros à horizon 2011 (650 mil-

lions d'euros de contribution attendus fin 2009 au lieu des 500 millions d'euros annoncés en novembre) ;

– allongé la maturité de la dette grâce à des appels aux marchés ;

– arrêté le programme de rachat d'actions annoncé en septembre 2008 et réalisé à hauteur de 43 %.

### • Événements financiers

La fusion entre les deux groupes GDF et Suez est effective depuis le 22 juillet 2008.

En janvier 2009, GDF Suez a émis, avec succès, un emprunt obligataire de 750 millions d'euros auprès du public belge et luxembourgeois. En France il a réalisé, encore avec succès, une émission obligataire de plus de 4 milliards d'euros, qui est la plus importante émission obligataire d'un groupe industriel depuis 2004.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Dans un contexte difficile le groupe a affiché une progression de son activité supérieure à celle attendue par les analystes pour le premier trimestre 2009.

La diversité de ses métiers, sur l'ensemble de la chaîne énergétique, ainsi qu'un modèle économique qui combine activités régulées et concurrentielles, assure une certaine visibilité des résultats.

Le dividende sur les résultats 2008 est en progression de 11 % (à 1,40 euro par action).

GDF Suez dispose d'un bon niveau de trésorerie (9 milliards d'euros à fin 2008) pour mener des acquisitions et asseoir ses positions.

Le groupe a maintenu son objectif d'Ebitda en 2009 en dépit d'un repli du prix de baril de pétrole.

### • Faiblesses

Réalisant 41 % de son chiffre d'affaires en France, le groupe est très dépendant de son marché domestique.

Son endettement a beaucoup progressé entre 2007 et 2008 (+ 11,7 milliards d'euros) dans un secteur fortement capitalistique.

Les cours du gaz étant indexés sur les prix du pétrole, la baisse du prix du baril de brut devrait peser sur les performances de GDF Suez : une variation de plus ou moins un dollar des cours du pétrole a un impact de 20 millions d'euros sur son excédent brut d'exploitation.

Un risque politique est attaché au titre car les tarifs de gaz pratiqués par le groupe dépendent des décisions de l'Etat, qui a choisi de les réduire auprès des ménages français depuis début avril. La répercussion partielle des coûts d'approvisionnement dans les tarifs de vente de gaz naturel engendre un impact négatif chiffré à 1 606 millions d'euros à fin 2008.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

GDF Suez est présent sur l'ensemble de la chaîne énergétique à travers : l'exploration-production de gaz naturel, la production d'électricité, l'approvisionnement et le trading, la fourniture d'énergies et la gestion des infrastructures.

### • Le secteur

EDF et GDF Suez, tous deux majoritairement détenus par l'Etat, entretiennent une rivalité croissante en France et qui s'étend à d'autres pays européens. Ainsi en Belgique, EDF a pris une participation dans SPE, le rival du leader Electrabel, filiale de GDF-Suez. Cette rivalité existe également au Royaume-Uni. Dans ce pays, après avoir finalisé l'acquisition du leader nucléaire local, British Energy, EDF a rem-

porté les enchères pour l'achat d'un terrain qui pourrait accueillir une autre centrale nucléaire, au détriment du consortium formé par GDF Suez, Iberdrola et Scottish and Southern (SSE).

### • La valeur dans son secteur

Premier opérateur gazier en France ; l'un des premiers énergéticiens au niveau mondial.

### • Comment suivre la valeur

GDF Suez est une valeur défensive, grâce à la régularité de ses résultats et à son modèle économique. Compte tenu de l'importance des besoins futurs en électricité et en gaz dans le monde le titre peut également être envisagé comme une valeur de croissance.

Les tarifs réglementés imposés par l'Etat, et qui peuvent encore évoluer, sont à surveiller. De même que les ambitions du groupe dans le nucléaire : l'énergéticien espagnol Iberdrola se dit prêt à s'allier dans ce domaine avec GDF Suez partout dans le monde.

# Lafarge

FR0000120537

## Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

19 033 millions d'euros au 31/12/2008 (+ 8 %).

### • Résultats

Au 31/12/2008 résultat d'exploitation courant + 9 % à 3 542 millions d'euros ; résultat net part du groupe en baisse de 16 % à 1 598 millions d'euros.

### • Prévisions

Pour 2009, le groupe s'attend à une baisse des volumes de ciment (57 % du chiffre d'affaires) de 0 à 3 % dans l'ensemble. Dans cette activité, les marchés développés devraient fortement se dégrader alors que la croissance devrait ralentir dans les pays émergents. Si les prix devraient rester bien orientés dans l'ensemble la baisse des volumes devrait peser sur les marges. Lafarge ne peut donc confirmer ses objectifs pour 2010, qui incluaient notamment un bénéfice net par action de 15 euros (contre 8,87 euros en 2008).

### • Stratégie

Le Plan Excellence 2008 visait à réduire les coûts de 420 millions d'euros entre 2006 et 2008. Le groupe souhaite poursuivre cette politique et vise une baisse supplémentaire de ses coûts de 400 millions d'euros d'ici 2011. Lafarge a également deux priorités stratégiques pour l'avenir : poursuivre sa croissance sur les marchés émergents et accélérer l'innovation, notamment pour répondre aux modes de construction plus durables. Dès 2010, 65 % de ses résultats devraient être réalisés sur les marchés émergents.

Lafarge a récemment lancé une augmentation de

capital de 1,5 milliard d'euros visant à renforcer sa structure financière. Cette opération s'inscrit dans le cadre d'une stratégie globale de désendettement de 4,5 milliards d'euros incluant plusieurs éléments : des réductions de coûts, d'investissement et de besoin en fonds de roulement et des cessions de 1 milliard d'euros cette année.

### • Événements financiers

2008 a été marquée par le développement des activités du groupe dans plusieurs régions émergentes, telles le Moyen-Orient, le bassin méditerranéen et l'Inde. Le renforcement des positions de Lafarge dans les pays émergents a été concrétisé par l'acquisition d'Orascom Cement, leader cimentier au Moyen-Orient, et de L&T Concrete Ltd., n° 1 indien du béton prêt à l'emploi.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Positions de leader dans chacune de ses activités. Sa diversification géographique permet au groupe de mieux résister que ses concurrents à la conjoncture difficile, grâce au poids important des pays émergents dans son chiffre d'affaires (46 % réalisés au Moyen-Orient, en Europe centrale et de l'Est, en Afrique et en Asie à fin 2008).

Le rachat d'Orascom Cement a permis à Lafarge de détenir des positions de leader au Moyen-Orient, marché en plein essor.

Les mesures annoncées devraient réduire l'endettement du groupe (à fin 2008 le ratio d'endettement net sur capitaux propres s'élevait à 115 %, contre 72 % au 31 décembre 2007).

### • Faiblesses

Prudent pour l'avenir, le cimentier a préféré diviser par deux le dividende versé à ses actionnaires au titre de l'exercice 2008. Le groupe prévoit une

année 2009 difficile, même dans les pays émergents où la croissance devrait ralentir.

Les résultats de Lafarge au quatrième trimestre soulignent un net ralentissement, avec un résultat d'exploitation courant en recul de 6 % sur cette période du fait d'une évolution négative des volumes.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Trois activités, ciments (57 % du chiffre d'affaires), béton et granulats (35 %) ; plâtre (8 %).

### • Le secteur

Secteur cyclique, le ciment souffre du ralentissement économique mondial. Les analystes ont généralement revu à la baisse leurs prévisions de résultats 2009 pour les grands cimentiers français. Néanmoins ces derniers bénéficient de plusieurs facteurs qui devraient leur permettre de limiter les effets de la crise. Premièrement, leur présence dans les pays émergents s'est renforcée ces dernières années (ces pays représentent ainsi 37 % de l'activité de ciments français). La remontée du dollar va également avoir un impact positif sur leurs résultats, du fait de leur position en Amérique du Nord (qui représente 22 % du chiffre d'affaires de Lafarge et 13 % de celui de Vicat). De plus, la baisse des prix du pétrole devrait limiter l'envolée des coûts énergétiques. Enfin, les gouvernements occidentaux et chinois ont décidé de soutenir le secteur de la construction par des politiques de grands travaux.

### • La valeur dans son secteur

Leader mondial des matériaux de construction : leader mondial du ciment, n° 2 des granulats, n° 3 du béton et du plâtre.

### • Comment suivre la valeur

Les performances de Lafarge sont étroitement liées à l'état du secteur de la construction. Fortement cyclique ce dernier dépend de l'évolution des taux d'intérêt, des facilités d'accès au crédit et du climat de confiance. Le prix de l'énergie est également à surveiller car il compte pour 25 % à 30 % du coût de production du ciment. Les résultats de Lafarge sont, pour partie, dépendants du cours du dollar par rapport à l'euro du fait de sa présence aux Etats-Unis : le groupe bénéficie de la remontée actuelle du dollar.

# Lagardère

FR0000130213

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009 : 1 778,1 millions d'euros (- 2,0 % en données brutes et - 2,6 % à données comparables) ; au 31/12/2008 : 8 214 millions d'euros (+ 3,1 % à données comparables).

### • Résultats

Au 31/12/2008 : résultat opérationnel courant consolidé (Résop) : 647 millions d'euros (+ 1,9 %) ; résultat net consolidé-part du groupe à 593 millions d'euros (+ 11,1 %).

### • Prévisions

Le groupe estime que pour la branche médias du groupe (Lagardère Active), qui regroupe la presse et l'audiovisuel, l'absence de visibilité dans le domaine de la publicité se confirme au début du second trimestre 2009. Il se refuse donc à toute prévision. Pour les autres activités, il confirme son objectif de variation du Résop compris entre une stabilité et une baisse n'excédant pas 10 %, comme annoncé en mars dernier.

Les mesures de réduction des coûts devraient avoir un impact positif de 90 millions d'euros en 2009.

Le dirigeant, Arnaud Lagardère, table sur une reprise courant 2010, voire fin 2010.

### • Stratégie

En mars dernier, Lagardère a annoncé la mise en place du plan «One Step Further», visant à réduire ses coûts, qui comprend 250 suppressions de postes en Espagne, Italie, États-Unis, Russie et quelques suppressions également en France. Ce plan inclut également un gel des salaires dans tous les pays.

Le groupe compte beaucoup sur le développement des revenus numériques, issus des sites Internet, pour relancer l'activité.

### • Événements financiers

Après la cession de 2,5 % dans EADS, survenue en mars 2009, le groupe Lagardère détient une participation de 7,5 % dans le groupe aéronautique.

Le groupe poursuit ses cessions : Hachette-Filipacchi Media US (HFM US), filiale du groupe Lagardère Active, a cédé cinq magazines spécialisés aux États-Unis au groupe Bonnier Corp dans le but de se recentrer sur ses segments cibles, le féminin et l'automobile.

Lagardère désire céder sa participation de 20 % dans Canal+, signe de son désengagement dans la télévision payante.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Le groupe bénéficie d'un portefeuille d'activités équilibré dans les médias, avec des activités cycliques (presse et audiovisuel), qui dépendent des revenus publicitaires, et des métiers contra-cycliques, tels que la distribution et les livres, qui résistent mieux en cas de retournement conjoncturel.

Au premier trimestre, Lagardère Publishing, le pôle édition (26 % de l'activité fin mars 2009 et 38 % du Résop au 31/12/2008), a bénéficié d'une progression de 14 % de son chiffre d'affaires, principalement grâce au succès des ouvrages de Stephenie Meyer, aux États-Unis, en France, en Grande-Bretagne et en Australie.

Lagardère bénéficie d'une structure financière solide avec un ratio de dette financière nette/fonds propres de 58,9 % à fin décembre 2008.

Le dividende par action, maintenu à 1,30 euro sur les résultats 2008, procure un bon rendement de 5,5 %.

### • Faiblesses

Le statut de commandite par actions de la société, en séparant l'exercice du pouvoir de la détention du capital, empêche toute tentative d'OPA, qui pourrait offrir un potentiel de valorisation au cours du titre.

Sur le premier trimestre, Lagardère Active (médias) et Lagardère Services (essentiellement ventes de détail) ont enregistré de nettes baisses d'activité : respectivement - 17,5 % et - 3,4 % à données comparables.

La réduction des ventes chez Lagardère Active n'est que partiellement compensée par les mesures de réductions de coûts.

Les recettes publicitaires, qui représentent 15 % du chiffre d'affaires du groupe, ont baissé de plus de 20 % sur le premier trimestre, la quasi-totalité des zones géographiques enregistrant une baisse à deux chiffres.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

- médias (Lagardère Active : presse, audiovisuel) : 22,5 % du chiffre d'affaires du premier trimestre 2009 ;
- édition (Lagardère Publishing) : 26 % du CA ;
- services (activité de détails) : 44 % du CA ;
- Lagardère Sports : 7,5 % du CA.

### • Le secteur

Les groupes de médias français comme étrangers pâtissent du recul du marché publicitaire. En Allemagne, Bertelsmann a affiché des pertes au premier trimestre. L'éditeur belge Roularta, propriétaire en France de «L'Express», devrait enregistrer un résultat d'exploitation en baisse sensible en 2009. Même constat aux États-Unis où Disney, Viacom ou News Corp. ont publié des résultats trimestriels en fort recul. Néanmoins Rupert Murdoch, le principal

actionnaire de News Corp., estime que le pire est passé.

### • La valeur dans son secteur

Groupe de média comptant parmi les leaders mondiaux de ce secteur.

### • Comment suivre la valeur

Lagardère est une valeur défensive grâce à trois métiers (livres, distribution, droits sportifs). Moins de 20 % de son chiffre d'affaires est issu de la publicité. L'activité presse est non seulement sensible à la variation des revenus publicitaires mais aussi au cours du papier, qui constitue sa matière première de base.

La vente possible de la participation au capital de Canal+ à Vivendi pourrait surenchérir le cours de bourse de Lagardère.

Le désengagement progressif d'EADS, maison mère d'Airbus, présente l'avantage d'atténuer l'image de holding diversifié, qui est une source de décote du titre.

# L'Oréal

FR0000120321

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

En 2008, 17,542 milliards d'euros + 2,8 % à données publiées (contre 8,1 % en 2007), + 3,1 % à données comparables et + 6,6 % à taux de change constants.

### • Résultats

Baisse du résultat d'exploitation de 3,6 % en 2008 (à 2,7 milliards d'euros). Retrait du résultat net de 26,6 % (à 1,95 milliard d'euros).

### • Prévisions

Prévoit une année 2009 difficile. Va donc adapter son modèle en consolidant encore ses efforts d'innovation et en développant des gammes de produits à des prix réduits. La baisse du prix des matières premières, la remontée du dollar et la diminution des taux d'intérêt devraient toutefois alléger les coûts.

### • Stratégie

Avec la nomination de Jean-Paul Agon à la direction générale en 2006, le groupe s'est davantage tourné vers la croissance externe (acquisition de Body Shop et d'Yves Saint Laurent Beauté). Cette dernière opération inscrit le groupe dans le domaine du luxe alors qu'auparavant il était essentiellement présent dans les grandes surfaces (les ventes de produits grand public représentaient près de 48 % du chiffre d'affaires en 2008).

### • Événements financiers

Acquisition en juin 2008 d'Yves Saint Laurent Beauté (marques Yves Saint Laurent, Roger&Gallet,

Boucheron, Stella McCartney, Oscar de la Renta, Ermenegildo Zegna). En mars 2006, OPA sur «The Body Shop», marque de produits naturels disposant de magasins en propre et en franchise.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Position concurrentielle extrêmement forte.

Investissements élevés en recherche (581 millions d'euros consacrés à la R&D en 2008, soit 3,3 % de son chiffre d'affaires).

Groupe très réactif face à un contexte difficile : multiplie les lancements de nouveaux produits, accroît ses investissements publicitaires notamment sur marché mature et restructure certains sites (va supprimer 500 postes aux Etats-Unis).

Les marchés émergents représentent d'importants relais de croissance.

Le lancement du premier parfum pour homme, depuis l'acquisition d'Yves Saint Laurent Beauté, marque le début de l'offensive du groupe dans cette activité.

Caractère spéculatif de la valeur alors que Nestlé, actionnaire minoritaire, n'exclut pas de mener une grosse acquisition. Néanmoins le groupe suisse s'est engagé à ne pas monter au capital de L'Oréal du vivant de Mme Bettencourt.

Programme de rachat d'actions important : plafond de rachat de 10 % du capital est autorisé.

### • Faiblesses

Pour la première fois depuis plus de 20 ans, objectifs financiers non tenus en 2008.

Subit un ralentissement de son activité en Europe de l'Ouest et en Amérique du Nord, en particulier dans les grands magasins et les salons de coiffure. L'activité du groupe a subi des impacts monétaires négatifs (de - 3,8 %) en 2008.

En 2008, du fait d'une croissance des frais promo-

tionnels pour soutenir les ventes, le taux de marge brute est en recul (à 70,1 % contre 71 % en 2007).

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

5 métiers : soin du cheveu, coloration, soin de la peau, maquillage, parfum.

### • Le secteur

Les intervenants doivent à la fois faire face à un recul de la consommation et à des mesures de déstockage de la part des distributeurs. Les concurrents américains de L'Oréal, Estée Lauder et Elisabeth Arden, ont également émis des avertissements sur leurs résultats. Les analystes prévoient néanmoins un marché en hausse dès 2010.

### • La valeur dans son secteur

L'Oréal est un des leaders mondiaux du secteur des cosmétiques avec 25 marques mondiales et une distribution dans 130 pays.

### • Comment suivre la valeur

Résultats du groupe fortement dépendants de l'évolution du cours du dollar par rapport à l'euro (même si stratégie de couverture de change).

Bien suivre l'évolution de l'actionnariat : le pacte d'actionnaires qui lie la famille Bettencourt à Nestlé a été prorogé, mais pour une durée non précisée.

# LVMH

**FR0000121014**

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/12/2008 : 17,2 milliards d'euros en hausse de 4,3 % et de 7 % à périmètre et taux de change comparables.

### • Résultats

Au 31/12/2008 : Résultat d'exploitation 3,5 milliards d'euros (+ 2 %) ; résultat net 2,03 milliards d'euros (stable).

### • Prévisions

Pas de prévisions pour 2009 compte tenu, selon les dirigeants, de la faible visibilité et de l'ampleur de la crise.

### • Stratégie

Le groupe va maintenir son effort promotionnel en 2009 pour entretenir ses marques. Ses grandes campagnes de publicité avec des stars comme Madonna ou Sean Connery seront maintenues.

Par contre ses investissements de développement, en particulier les ouvertures de magasins pour ses enseignes de mode et maroquinerie, seront réduits de 10 à 15 % en 2009. Les enseignes à succès comme Louis Vuitton et Sephora bénéficieront respectivement de 25 et de 100 nouveaux sites cette année.

Des restructurations devraient être menées dans les prochains mois dans l'activité joaillerie, qui pâtit d'un recul de son activité et de ses performances opérationnelles.

### • Événements financiers

Depuis sa création, en 1987, LVMH s'est construit

grâce à une stratégie active d'acquisitions. En 2008, les positions du groupe dans la presse ont été renforcées par l'acquisition du groupe Les Echos pour 147 millions d'euros. LVMH a également acquis l'horloger suisse Hublot pour 306 millions d'euros, le constructeur de yachts Royal Van Lent et 45 % de la chaîne de parfumerie russe «Ile de Beauté».

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Les résultats publiés pour 2008 soulignent que LVMH résiste mieux que ses concurrents (notamment Richemont ou Tiffany) à la crise mondiale grâce à ses marques de renommée mondiale.

LVMH a enregistré de meilleurs résultats que ses concurrents sur le dernier trimestre 2008, particulièrement difficile, grâce à sa diversification par région et par métier. Les difficultés aux Etats-Unis et au Japon ont été compensées par des résultats meilleurs en Europe et en Asie, essentiellement en Chine. Côté produits, la mode, la maroquinerie, et les parfums & cosmétiques s'en sortent mieux que le champagne et l'horlogerie-joaillerie.

Louis Vuitton, marque phare du groupe, a enregistré de très bonnes performances en 2008.

Sa structure financière est saine avec un endettement qui ne représente que 28 % de ses fonds propres.

### • Faiblesses

Dans un contexte défavorable il sera difficile pour LVMH de réussir à réduire encore ses coûts opérationnels car la majorité des synergies, liées aux nombreuses acquisitions réalisées au début de la décennie, ont déjà été opérées.

Dans les vins et spiritueux, sur un marché où les volumes sont en déclin, LVMH ne pourra pas accroître ses prix comme en 2008, pour maintenir

sa rentabilité. Les parités monétaires ont pesé sur les résultats du groupe l'an passé : l'évolution des taux de change a eu un impact négatif de 143 millions d'euros, soit 4 points de croissance du bénéfice opérationnel.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

LVMH opère dans 5 secteurs : (i) les vins et spiritueux, (ii) la mode et la maroquinerie, (iii) les parfums et cosmétiques, (iv) les montres et la joaillerie, (v) la distribution sélective.

### • Le secteur

Le marché mondial du luxe pourrait entrer en récession cette année. Les analystes parient sur une évolution comprise entre 0 % et -10 %. La croissance moins forte du secteur dans les pays émergents ne compenserait pas le recul dans les pays matures.

L'autre menace vient de l'offensive d'eBay qui tente d'obtenir l'autorisation de vendre les produits de luxe en ligne. Le site Internet compte sur le nouveau règlement élaboré par la Commission européenne et prévu pour 2010, qui pourrait permettre aux consommateurs d'avoir accès plus facilement à ces articles. LVMH craint que cette évolution aboutisse à la disparition progressive de la distribution sélective et au développement de la contrefaçon.

### • La valeur dans son secteur

Leader mondial du luxe.

### • Comment suivre la valeur

Le groupe est très sensible aux variations monétaires (23 % de son chiffre d'affaires est réalisé aux Etats-Unis et 10 % au Japon).

Son activité est également liée à l'évolution des flux touristiques, car une part conséquente de son

activité est réalisée par les achats de touristes. Les ventes étant traditionnellement élevées durant la période de Noël, les résultats de fin d'année sont à étudier en détail.

# Michelin

**FR0000121261**

## Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/12/2008 : 16 408 millions d'euros (- 2,7 %) ;  
au 31/03/2009 : 3 512 millions d'euros (- 14 %).

### • Résultats

Au 31/12/2008 : marge opérationnelle passe de 9,8 % à 5,6 % ; résultat net du Groupe : 357 millions d'euros (- 54 %).

### • Prévisions

La diminution significative des investissements pour 2009 pourrait différer l'atteinte des objectifs du plan «Horizon 2010».

Grâce à l'effet conjugué des hausses de prix opérées en 2008, et de la baisse des prix des matières premières (notamment, le caoutchouc naturel et les produits dérivés du pétrole) le groupe est en bonne voie pour atteindre son objectif de génération de cash-flow libre positif en 2009.

Michelin estime néanmoins que les marchés mondiaux du pneumatique ne devraient se redresser que très progressivement.

### • Stratégie

Michelin a adopté en 2006 le plan de compétitivité «Horizon 2010», avec trois objectifs :

- le renforcement de sa compétitivité par l'amélioration de sa productivité et la baisse des coûts ;
- l'accélération de son expansion sur les marchés de forte croissance ;
- l'accentuation de la différenciation de ses produits et services par l'innovation.

Il visait avant la crise pour 2010 une croissance annuelle en volume d'au moins 3,5 % ; une marge

opérationnelle d'au moins 10 % ; des stocks ramenés à 16 % des ventes nettes ; une rentabilité des capitaux employés d'au moins 10 % ; un cash-flow libre significativement positif et récurrent.

Le groupe a prévu pour cette année une baisse sensible des dépenses d'investissement qui atteindront 700 millions d'euros (contre 1,2 milliard l'an passé). Il rationalise également ses sites de production : il a récemment annoncé la fermeture d'un site aux Etats-Unis prévue pour octobre 2009.

### • Evénements financiers

Il n'y a eu ni acquisition ni cession significative en 2008. Le lancement en avril d'un emprunt obligataire de 750 millions d'euros, d'une maturité de cinq ans et offrant un coupon de 8,625 % a été un succès.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Le groupe bénéficie d'une marque très forte. Il dispose d'une bonne capacité de recherche et d'innovation, qui lui confère un avantage stratégique indéniable.

Les trois-quarts de son activité sont réalisés sur le marché des pneus de remplacement, qui est moins cyclique que celui de la première monte.

La forte position concurrentielle du groupe lui permet de relever ses prix pour limiter le recul de ses marges : les prix ont ainsi progressé de 11 % sur le premier trimestre.

### • Faiblesses

En 2008 le groupe a pâti d'une hausse record (de 968 millions d'euros) de ses coûts externes, dont 804 millions d'euros pour les seules matières premières. Cela a fortement pesé sur ses performances opérationnelles.

L'évolution des parités monétaires, et principale-

ment l'appréciation de l'euro par rapport au dollar américain, à la livre sterling et au dollar canadien, a eu un impact négatif de 647 millions d'euros sur les ventes nettes en 2008.

Le recul de l'activité a été amplifié durant le premier trimestre 2009 sous l'effet d'un retrait la demande en pneumatiques sur l'ensemble de ses marchés, à l'exception de la Chine.

Michelin va distribuer un dividende en baisse de 37 % (à 1 euro par action).

La structure bilantielle du groupe s'est significativement dégradée entre 2007 et 2008 avec un taux d'endettement net qui a augmenté de 70 % à 84 %, notamment du fait du financement du cash-flow libre négatif pour 359 millions d'euros, L'endettement va être renforcé par la récente émission obligataire.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Trois types de produits, les pneumatiques, tourisme et navigation (cartes, guides et produits numériques), et accessoires (casques, enjoliveurs). La répartition du chiffre d'affaires est la suivante : tourisme, camionnette et distribution associée : 53 % du CA ; poids lourds : 33 % ; activités de spécialités (avions, génie civil, cartes, guides, produits associés) : 14 %.

### • Le secteur

Le marché du remplacement est en repli sur tous les continents en raison de la baisse du kilométrage moyen des automobilistes. Des signes de stabilisation sont néanmoins visibles en Amérique du Nord.

Le marché de remplacement dans l'activité des poids lourds est particulièrement en berne : il subit le recul du fret lié au ralentissement économique mondial et au retrait du commerce international. Il

est également affecté par la politique de déstockage menée par la distribution et par les moindres commandes des flottes.

### • La valeur dans son secteur

Leader mondial des pneumatiques avec 17,1 % du marché mondial en valeur.

### • Comment suivre la valeur

En tant qu'équipementier automobile, les performances du groupe sont étroitement liées à celle du marché automobile mondial (du fait de sa diversification géographique) qui impacte son activité de première monte. L'activité de remplacement est sensible aux évolutions de l'économie, en particulier au taux de chômage et à l'évolution du PIB.

L'évolution du cours des matières premières est également à surveiller de près : le caoutchouc naturel représente près du tiers de ses achats de matières premières en valeur et les noirs de carbone et les matières premières entrant dans la fabrication du caoutchouc synthétique (dérivées du pétrole) en représentent 40 %.

# Pernod Ricard

**FR0000120693**

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

6,6 milliards d'euros (+ 2,3 %) au 30/06/2008 (exercice 2007/2008); 4,2 milliards (+ 13 %) au 31/12/2008 (1<sup>er</sup> semestre 2008/2009).

### • Résultats

Résultat opérationnel courant au 30/06/2008 : 1,5 milliard d'euros (+ 5,2 %) et 1,2 milliard au 31/12/08 (+ 24 %) ; résultat net 869 millions (+ 1,5 %) et 625 millions (+ 4 %) au 31/12/08.

### • Prévisions

Une croissance à deux chiffres du bénéfice net courant est attendue. Du fait d'une faible visibilité et d'un recul de 13 % des ventes au troisième trimestre, la hausse du résultat opérationnel courant devrait être comprise entre 3 % et 5 % et non plus entre 5 % et 8 %.

### • Stratégie

Pour réduire son endettement le groupe a adopté un plan de cession d'actifs non stratégiques, pour un montant de 1 milliard d'euros. Il va céder son unique bourbon, Wild Turkey pour 433 millions d'euros. Cette acquisition suit celles de Glendronach, Cruzan, Bisquit, Serkova et de certaines marques de vin. Après avoir finalisé ce plan, Pernod devrait reprendre sa croissance externe pour consolider encore ses positions mondiales.

Le groupe va également procéder à une augmentation de capital de 1 milliard d'euros. Pernod Ricard compte aussi sur la génération d'un free cash flow de l'ordre de 1 milliard d'euros.

### • Événements financiers

Le groupe est parvenu à acquérir des positions de leader sur ses marchés grâce à la croissance externe. En 2001, avec l'acquisition d'une partie de Seagram, le groupe double de taille dans le secteur des Vins & Spiritueux. En 2005, le rachat d'Allied Domecq, en partenariat avec Fortune Brands, lui a permis de renforcer sa présence sur les marchés à fort potentiel de croissance (notamment en Amérique du Nord), et à compléter son portefeuille notamment avec des alcools blancs et des liqueurs. Enfin, en juillet 2008, Pernod Ricard a participé au principal mouvement de consolidation du secteur en rachetant le groupe V&S (Vin&Sprit), propriétaire notamment de la vodka Absolut, marque de vodka Premium.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

L'intégration d'Absolut, avec les synergies réalisées, a permis au groupe d'améliorer ses performances opérationnelles, sur le premier semestre de son exercice 2008/2009.

Le groupe dispose encore d'une bonne marge de manœuvre pour améliorer encore ses résultats, en poursuivant les synergies liées à cette acquisition, mais aussi en réduisant ses coûts de structure. La réduction programmée de la dette financière devrait faire également reculer les frais financiers. Sa stratégie de valeur sur l'ensemble de son portefeuille, avec le développement de ses produits «premiums», devrait lui permettre de bien résister dans un contexte de crise.

Ses investissements promotionnels, en hausse de 18 % sur le premier semestre, pour soutenir ses marques phares, et qui représentent 42,1 % du chiffre d'affaires, n'ont pas empêché le bénéfice opérationnel courant de progresser de 24 % sur la période.

### • Faiblesses

Du fait de difficultés sur certains marchés, notamment en Europe et aux Etats-Unis, les ventes devraient se replier au troisième trimestre de l'exercice (entre les mois de janvier et mars).

Après l'acquisition de V&S, la dette financière est élevée : au premier semestre 2008-2009, elle s'est élevée à près de 13 milliards d'euros, soit plus de deux fois les capitaux propres du groupe.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Vins et spiritueux (alcools blancs et rhums, whiskeys, anisés, liqueurs, cognacs & brandies, amers).

### • Le secteur

Pour la première fois depuis 2005, les exportations françaises de vins et spiritueux ont diminué de 0,3 %, en 2008 pour atteindre 9,31 milliards d'euros. Dans ce contexte, certains groupes se tournent davantage vers les produits haut de gamme. Ils adoptent alors les mêmes recettes que les maisons de luxe en créant l'événement autour d'un produit de qualité, rare et cher. Les principales marques de Pernod Ricard sont aujourd'hui déclinées en version haut de gamme.

### • La valeur dans son secteur

Leader mondial des spiritueux haut de gamme ; numéro deux mondial des vins et spiritueux (derrière Diageo).

### • Comment suivre la valeur

Les deux tiers de l'activité et des profits sont réalisés sur le premier semestre (juillet-décembre). Vérifier que les synergies se poursuivent dans les prochains mois du fait de l'intégration de V&S. Suivre le processus de cession des activités non stratégiques, réalisé environ à 60 %.

# PSA Peugeot Citroën

FR0000121501

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au premier trimestre 2009, chiffre d'affaires 10 973 millions d'euros (-24,9 %); au 31/12/2008, 54 356 millions (-7,4 %).

### • Résultats

Résultat opérationnel courant : 550 millions (-68,6 %) ; résultat net-part du groupe : perte de 343 millions d'euros contre un profit de 885 millions en 2007.

### • Prévisions

Le groupe laisse inchangée son hypothèse d'un repli de 20 % des marchés automobiles européens en 2009. Il a confirmé qu'il devrait enregistrer également des pertes en 2009 et que son cash-flow libre serait négatif. Les effets des actions du programme stratégique Cash 2009 ne suffiront pas à compenser la chute des marchés et les coûts de restructuration.

### • Stratégie

Les programmes stratégiques CAP 2010, pour améliorer la compétitivité du groupe, et Cash 2009 demeurent des priorités. De nouvelles réductions de stocks sont envisagées pour le second trimestre. Il s'agit d'une priorité absolue pour baisser les coûts. Le plan Cap 2010 est accéléré : il a permis un gain de 1,4 milliard d'euros en 2008 et les objectifs d'économies de coûts attendus pour la fin 2010 ont été ramenés à fin 2009. Après avoir supprimé 18 000 postes en Europe de l'Ouest ces deux der-

nières années, soit 10 % du total des effectifs dans cette région, PSA va réduire ses effectifs de 11 000 personnes cette année dans le monde. Entre 6 000 à 7 000 salariés devraient être concernés en France.

### • Événements financiers

Banque PSA Finance a lancé une émission d'obligations à taux fixe (à échéance novembre 2010) d'un montant de 750 millions d'euros avec un coupon de 6,375 %. Cette nouvelle émission est destinée à renforcer ses ressources de financement.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Le groupe réalise plus du tiers de ses ventes hors d'Europe occidentale, ce qui lui permet de limiter les effets de la crise dans ces pays.

En 2008 l'entreprise a confirmé son dynamisme dans les véhicules respectueux de l'environnement (crucial pour l'avenir) avec pour la troisième année consécutive plus de 1 million de véhicules vendus émettant moins de 140 g de CO<sub>2</sub>/km.

PSA bénéficie d'une stabilité actionnariale, le groupe familial Peugeot détenant plus de 30 % du capital.

PSA a une stratégie offensive en termes de lancements avec, pour cette année, trois nouveaux modèles : Peugeot 206+, 3008 et 308 coupé-cabriolet.

Le soutien gouvernemental à travers le prêt de 3 milliards d'euros permettra à l'entreprise de faire face à la dégradation de sa trésorerie attendue pour 2009. L'endettement est limité avec un ratio d'endettement net de 21 % fin 2008.

### • Faiblesses

Le chiffre d'affaires de la division automobile au premier trimestre 2009 s'inscrit en repli de 23 % à 8 678 millions d'euros du fait du recul des volumes et de l'impact de la politique de réduction des

stocks dans les réseaux. Le groupe pâtit d'une surcapacité de production structurelle.

Il ne distribuera pas de dividende au titre de l'année 2008.

Après une perte nette en 2008, la première depuis 11 ans, l'entreprise ne devrait renouer avec les bénéfices qu'en 2010.

La génération de trésorerie s'est fortement détériorée en 2008 avec une marge brute d'autofinancement qui a décliné de 3,5 à 2,38 milliards d'euros. En pleine période de crise, l'éviction par la famille Peugeot de Christian Streiff, à la tête du groupe depuis deux ans, n'est pas très bien perçue par les analystes.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Activité automobile (77 % du chiffre d'affaires), équipementier Faurecia (22 % du CA), entreprise de transport et de logistique Gefco (6,5 % du CA), sociétés de financement Banque PSA Finance (3,8 %), autres activités dont Peugeot Motocycles et éliminations interactives (-9 %).

### • Le secteur

Sur les premiers mois de l'année 2009 (jusqu'à fin avril), le marché français, soutenu par la prime à la casse, a limité son recul à 4,8 %. Sur le premier trimestre, malgré les primes à la casse instaurées dans plusieurs pays, le marché européen a décliné de 17,2 %, s'établissant à 3,4 millions d'immatriculations. Les agences de notation ont dégradé les notes de Renault et de Peugeot, du fait de leurs mauvais résultats sur 2008 et de la poursuite attendue de leur affaiblissement en 2009.

### • La valeur dans son secteur

Le groupe est le deuxième constructeur automobile européen ; Faurecia est leader européen et n° 2

mondial dans certains de ses métiers (comme les sièges ou les échappements). Gefco, est le deuxième de son secteur en France.

### • Comment suivre la valeur

Jusqu'ici attaché à son indépendance, le groupe a seulement conclu des accords de coopération ponctuelle avec d'autres constructeurs : Fiat, Toyota, Mitsubishi ou BMW. Néanmoins il pourrait envisager une alliance avec un grand groupe comme Fiat, avec lequel existent des rumeurs de fusion. L'évolution des taux d'intérêt est également à surveiller du fait de l'importance de la vente à crédit dans le secteur (qui concerne deux voitures sur trois).

Dans une activité fortement consommatrice de main-d'œuvre, les évolutions sociales sont aussi à étudier.

Enfin, les constructeurs menant des politiques commerciales agressives, les politiques de remise et les lancements sont à examiner.

# PPR

**FR0000121485**

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

20,2 milliards d'euros en 2008 (+ 5,8 %).

### • Résultats

Résultat opérationnel courant à 1,721 milliard d'euros (+ 5,4 % par rapport à 2007) ; résultat net part du groupe en légère progression en 2008 (+ 0,2 % à 924 millions d'euros).

### • Prévisions

Le groupe juge l'environnement économique incertain. Il va poursuivre les actions engagées en 2008, notamment les plans d'économie au sein de la Fnac et de Conforama. 1 200 suppressions de postes pourraient être menées en 2009 pour ces deux enseignes.

### • Stratégie

Après une période de croissance externe marquée par des acquisitions importantes, le groupe s'attache désormais à sa croissance interne et à valoriser son réseau de distribution, notamment au sein de Puma et de Gucci Group. Le groupe veut se recentrer sur l'équipement de la personne. PPR souhaite également accélérer le désendettement à moyen terme.

### • Événements financiers

Virage stratégique majeur en 1999 avec une entrée dans le secteur du luxe à travers l'acquisition de 42,2 % de Gucci Group. Depuis ce groupe est contrôlé totalement par PPR à l'issue d'une OPA. L'autre opération importante a été le rachat de Puma en avril 2007. Elle s'inscrit dans la stratégie

d'expansion du groupe tournée vers des marques fortes et une grande maîtrise du réseau de distribution.

En parallèle le groupe s'est désengagé d'activités à plus faibles marges : Le Printemps et Orcanta (distribution de lingerie) ont été cédés en 2006. Surtout, la chaîne de magasins informatiques, vient d'être cédée à l'enseigne Youg's. Cessions également dans des secteurs où PPR ne bénéficie pas d'une taille critique, comme Yves Saint Laurent Beauté cédé au premier semestre 2008.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Le portefeuille d'activités du groupe inclut des marques mondiales puissantes.

Le recentrage sur le métier du luxe a permis à PPR d'inclure une activité bénéficiant d'une forte marge opérationnelle courante (18,9 % en 2007 contre 8,6 % pour l'ensemble du groupe).

Le groupe a sensiblement réduit son endettement en 2008 avec un gearing (ou ratio d'endettement) passant de 57 % à 52 % entre 2007 et 2008.

L'internationalisation (encore renforcée en 2008) permet au groupe de diversifier ses sources de revenus et de limiter les effets de la crise en Europe de l'Ouest et en Amérique du Nord.

PPR réagit face à un contexte économique déprimé : après les 672 suppressions de poste chez La Redoute, programme de réduction des coûts également à la Fnac et chez Conforama. Même Gucci est concerné par ce plan d'austérité avec une baisse de son budget d'ouverture de nouvelles boutiques.

### • Faiblesses

Le pôle luxe continue à représenter une faible part du chiffre d'affaires en 2008 (16,7 %) alors que ce sont surtout les activités de distribution qui pâtissent de la crise actuelle.

Les enseignes La Redoute et Conforama connaissent des difficultés structurelles : suite aux mauvaises performances du premier semestre 2008 La Redoute a choisi de supprimer plus de 10 % de ses effectifs.

Puma, récemment acquis, a affiché des résultats inférieurs aux prévisions des analystes sur le quatrième trimestre 2008 (le bénéfice d'exploitation a chuté de 76,7 % et le bénéfice net de 78,8 %). De plus, la marque anticipe une année difficile pour 2009.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

PPR intervient dans les domaines de la distribution spécialisée et du luxe à travers 6 branches opérationnelles : Fnac, Redcats Group, Conforama, CFAO, Puma et Gucci Group.

### • Le secteur

PPR, qui se présente comme un groupe de luxe mais tire une large part de ses revenus de la distribution, doit faire face à la déprime de la consommation dans un contexte de crise mondiale. Le secteur du luxe souffre également (mais dans une moindre mesure) et certaines maisons ont déjà réduit leur production. Certaines recourent même au chômage partiel.

### • La valeur dans son secteur

PPR est un des leaders mondiaux à la fois dans la distribution spécialisée et le luxe.

### • Comment suivre la valeur

Le groupe devrait continuer à céder certains actifs non stratégiques (récemment le moteur de recherche Shopoon). L'objectif est de concentrer ses moyens sur les acquisitions récemment menées, notamment Puma. Par contre, PPR n'éstu-

diera aucune acquisition en 2009, quel que soit le prix.

# Renault

**FR0000131906**

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009 : 7 080 millions d'euros (-30,8 %) ; au 31/12/2008 : 37 791 millions d'euros (-7 %).

### • Résultats

Marge opérationnelle au 31/12/2008 : 212 millions d'euros, soit 0,6 % du chiffre d'affaires contre 3,3 % en 2007 ; résultat net de 599 millions d'euros contre 2 734 millions en 2007.

### • Prévisions

Renault a maintenu ses hypothèses d'évolution des marchés mondiaux pour 2009 à 55 millions d'unités (soit une baisse de 19 %), dans un environnement qui demeure très volatil. Le plan d'action 2009 se déroule selon les objectifs et Renault maintient le cap fixé en début d'année avec, pour priorité : viser un «free cash flow» positif (négatif en 2008). Pour cela, les priorités du groupe sur 2009 sont les suivantes : la maîtrise des besoins en fonds de roulement, la concentration des investissements et des programmes de recherche et développement sur les projets stratégiques, l'accentuation de la politique de réduction des coûts fixes, le renforcement des synergies opérationnelles avec Nissan.

En revanche, deux des engagements de Renault Contrat 2009 annoncés en 2006, concernant les volumes et la marge opérationnelle, sont désormais caduques.

### • Stratégie

Le groupe mène une offensive en matière de véhicules propres. Il va ainsi lancer son premier pro-

gramme de voitures entièrement électriques, le Kangoo Be-Bop ZE, comprenant une gamme de quatre modèles et commercialisé en 2011.

Cette année, aucune acquisition n'est envisagée. Des cessions d'actifs immobiliers pour 1 milliard d'euros sont plutôt à l'ordre du jour, pour renforcer la structure financière. Dans le cadre de la politique de réduction des coûts, un plan de départs volontaires a été mis en place. 6 400 postes sont concernés en Europe, dont 4 400 pour la France. Quant aux stocks de distribution (constructeur et réseau indépendant), ils ont baissé à fin mars 2009 de 34 % pour les véhicules neufs par rapport à fin mars 2008.

### • Événements financiers

A travers une alliance conclue en mars 1999, Renault détient une participation de 44 % dans le japonais Nissan avec l'objectif de développer des synergies. En 2008, Renault a acquis, pour 1 milliard de dollars, 25 % du capital d'AvtoVAZ, constructeur automobile leader sur le marché russe.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Sur un marché très concurrentiel, Renault est très actif en termes de lancements. En 2008, neuf nouveaux modèles ont été lancés. Pour 2009, le constructeur espère gagner des parts de marché, avec la sortie de huit nouveaux véhicules.

Face à une exigence environnementale accrue, le groupe développe avec Nissan des véhicules «zéro émission».

Sa liquidité a été renforcée grâce au prêt de trois milliards d'euros accordé par l'Etat français.

En dépit d'une détérioration de ses performances en 2008, le groupe enregistre des profits de 599 millions (contrairement à son concurrent Peu-

geot, qui enregistre des pertes), grâce aux résultats des entreprises associées, notamment Nissan.

Carlos Ghosn, nommé récemment P-DG en plus de ses responsabilités, mène une politique très volontaire pour redresser Renault et lui permettre d'affronter la crise du secteur.

### • Faiblesses

Le groupe a enregistré de mauvaises performances en 2008, avec une baisse d'activité conjuguée à un déclin des performances opérationnelles. La marge opérationnelle de l'automobile a même été négative, à -0,8 % de son chiffre d'affaires.

Sur le premier semestre 2009, le résultat sera négativement impacté par les pertes de Nissan, estimées à 1 151 millions d'euros.

La structure financière s'est détériorée en 2008, avec un endettement financier net de l'automobile, qui représente 40,9 % des capitaux propres (contre 9,5 % en 2007).

Renault ne distribuera pas de dividendes sur les résultats 2008 suite à l'aide de l'Etat.

Selon les critères établis par Moody's, sa notation fait désormais partie de la catégorie des investissements spéculatifs à haut risque, ce qui induira des difficultés certaines de financement.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Automobile (95 % du chiffre d'affaires) et financement des ventes.

### • Le secteur

Standard & Poor's prévoit une baisse des ventes mondiales automobiles en 2009 oscillant entre 14,9 % (à 56,8 millions d'unités) et 20 %, à 53,4 millions. L'agence de notation estime que, sur 2010, la situation du secteur devrait s'améliorer, avec une baisse des ventes limitée à 1,7 % (contre un recul

de 7,8 % en 2008). Elle considère également que les groupes allemands Volkswagen, Daimler et BMW sont plus vulnérables, du fait de leur exposition aux Etats-Unis, alors que Renault et PSA ne sont pas présents dans ce pays.

### • La valeur dans son secteur

Cinquième producteur automobile mondial suite à son alliance avec Nissan ; deuxième constructeur français.

### • Comment suivre la valeur

Les performances du groupe sont étroitement liées aux évolutions du marché automobile européen, qui représente la majeure partie de son activité.

Le programme de cessions immobilières, qui devrait intervenir entre 2009 et 2010, est à suivre, car il aura un impact sur la flexibilité financière du groupe.

La réussite des prochains lancements, notamment dans le domaine des voitures électriques, est également à étudier de près.

# Saint-Gobain

**FR0000125007**

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

43 800 millions d'euros (+ 0,9 %) au 31/12/2008 ; au premier trimestre 2009 : 8 782 millions d'euros (- 14,8 %).

### • Résultats

Au 31/12/2008, résultat d'exploitation : 3 649 millions d'euros (- 11,2 %) ; résultat net (part du Groupe) : 1 378 millions (- 7,3 %).

### • Prévisions

Les objectifs pour 2010, fixés en 2007, sont devenus obsolètes. L'année 2009 devrait être particulièrement difficile.

Néanmoins le groupe devrait tirer parti des plans de relance et d'économies d'énergie lancés par les principaux gouvernements des pays occidentaux. De plus, sa forte exposition au marché de la rénovation des bâtiments en Europe (36 % de son chiffre d'affaires) devrait lui permettre d'amortir le recul du marché de la construction neuve.

### • Stratégie

La récente augmentation de capital de 1,5 milliard d'euros va renforcer sa flexibilité financière. Sur 2009 la priorité sera donnée aux prix de vente (qui ont progressé de 3,4 % sur 2008) pour préserver les marges. L'important programme de réduction de coûts sera poursuivi dans tous les métiers après 8 000 réductions d'effectifs en 2008 au niveau mondial et la réalisation de 400 millions d'euros d'économies de coûts. En 2009, le groupe a engagé un programme de 600 millions d'économies supplémentaires.

Enfin, l'optimisation de la génération de cash-flow devrait être menée grâce à un contrôle strict du besoin en fonds de roulement, une baisse significative des investissements industriels (d'au moins 500 millions d'euros) et la poursuite de cessions de taille petite ou moyenne. Les projets d'acquisitions sont suspendus pour cette année.

### • Événements financiers

L'acquisition du groupe Poliet en 1996 a marqué un premier tournant décisif, avec l'entrée du groupe sur les marchés aval de la distribution bâtiment. Fin 2005, grâce au rachat le plus important de son histoire du leader mondial de la plaque de plâtre, British Plaster Board (BPB), le groupe complète ses gammes de matériaux de construction. En 2008, Saint-Gobain a essentiellement acquis le groupe Maxit, qui fait partie de l'activité mortiers industriels (pôle produits pour la construction), auprès d'HeidelbergCement pour plus de 2 milliards d'euros.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Malgré le fort ralentissement des volumes de vente sur la dernière partie de l'année, le groupe a pu maintenir ses hausses de prix sur 2008 dans chacune de ses activités. Le groupe est réactif face à la dégradation de son environnement en mettant en place un ensemble de mesures.

Sa structure financière a été renforcée grâce à la récente augmentation de capital. Après cette opération, la dette financière nette représente moins de 60 % des fonds propres, contre 80 % à fin 2008. Saint-Gobain réalise une part de plus en plus importante de son activité dans le secteur des économies d'énergie, en plein essor du fait des politiques gouvernementales. Il représente environ 30 % de son chiffre d'affaires.

### • Faiblesses

Le chiffre d'affaires du premier trimestre 2009 est en forte baisse avec une chute des volumes de 17,2 % suit à la poursuite de la dégradation de l'environnement économique, qui concerne même l'Asie et les pays émergents.

Sur 2009, l'impact positif de la hausse des prix et du repli des coûts de fabrication ne devrait pas compenser le fort recul des volumes vendus.

Les bénéfices ont été amputés en 2008 par la provision de 400 millions d'euros suite à l'amende infligée par la Commission européenne pour entrave à la concurrence dans le secteur du vitrage automobile.

Le dividende par action a baissé de 2,05 euros à 1 euro au titre de l'exercice 2008.

La position de Wendel, actionnaire de référence, qui n'a souscrit que partiellement à l'augmentation de capital, est désormais fragilisée.

L'augmentation de capital n'a pas été bien perçue par les investisseurs qui ont été surpris et n'ont pas apprécié la forte décote qu'elle implique sur le cours de l'action.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Distribution bâtiment (45 % du chiffre d'affaires), produits pour la construction (25 %), matériaux innovants (22 %), conditionnement (8 %).

### • Le secteur

L'exercice 2009 devrait être difficile pour le secteur de la construction et donc pour celui des matériaux. L'impact positif des politiques de relances menées par les gouvernements (notamment occidentaux) ne devrait être significatif qu'à partir de 2010. Saint-Gobain est concerné indirectement par ces plans qui profiteront d'abord aux groupes de construction comme Vinci ou Eiffage.

Par contre, son positionnement dans les métiers liés aux économies d'énergie devrait lui être rapidement favorable.

### • La valeur dans son secteur

Deuxième acteur mondial dans l'emballage en verre, premier distributeur de matériaux de construction en Europe, premier distributeur de carrelage au plan mondial et, depuis 2007, leader européen du Sanitaire-Chauffage-plomberie. Premier vitrier en Europe.

### • Comment suivre la valeur

Les cours des matières premières, en baisse actuellement, influent sur les performances du groupe. L'état du secteur du BTP, à travers notamment l'évolution des mises en chantier et des permis de construire, est à surveiller de près. Enfin, le groupe qui projette de céder son activité conditionnement, a annoncé attendre la reprise économique pour la vendre dans les meilleures conditions possibles.

# Sanofi-Aventis

FR0000120578

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009 : 7 107 millions d'euros (+ 2,5 %) ;  
au 31/12/2008 : 27 568 millions d'euros (- 1,7 %).

### • Résultats

Au 31/03/2009 : résultat opérationnel courant :  
2 898 millions d'euros (+ 14,9 %) ; résultat net ajusté  
hors éléments particuliers : 2 178 millions d'euros  
(+ 15,7 %).

Au 31/12/2008 : résultat opérationnel : 4 394 mil-  
lions d'euros (- 25,7 %) ; résultat net-part du grou-  
pe : 3 851 millions d'euros (- 27 %)

### • Prévisions

Le groupe a confirmé pour 2009 son anticipation de  
croissance du BNPA (bénéfice net par action) ajusté  
hors éléments particuliers (tels que coûts de  
restructuration ou dépréciation) d'au moins 7 %,  
calculée à taux de change constants.

### • Stratégie

Sanofi-Aventis est engagé depuis fin 2008 dans un  
large programme de transformation qui implique  
notamment :

- le renforcement de l'innovation de la recherche  
& développement (R&D) qui s'est déjà traduit par  
l'abandon de certains projets. L'objectif est de déve-  
lopper des partenariats et de réduire la part de la  
recherche propre du groupe qui représente actuel-  
lement 73 % du total des travaux de recherche ;
- le développement de la croissance externe afin de  
compenser l'impact négatif de la perte de brevets  
des médicaments «blockbusters», générant plus  
de 1 milliard de dollars de chiffre d'affaires. Les

domaines visés sont les produits de biotechnolo-  
gie, les génériques, les vaccins, les produits sans  
ordonnance (OTC) et les pays émergents.

### • Événements financiers

Lancé dans un programme d'acquisitions de tailles  
moyennes, le groupe a récemment racheté le pre-  
mier fabricant de génériques tchèque Zentiva pour  
près de 2 milliards d'euros, puis le génériqueur mexi-  
cain Kendrik (pour 500 millions d'euros), le premier  
acteur des génériques brésilien Medley, et la société  
de biotechnologie américaine BiPar Sciences. Cette  
opération lui permet de renforcer ses chances de  
succès dans le traitement du cancer, premier marché  
mondial pour les laboratoires pharmaceutiques.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Les récentes acquisitions permettent au groupe de  
se renforcer significativement dans les génériques  
avec un chiffre d'affaires pro forma 2008 d'environ  
1,2 milliard d'euros grâce aux acquisitions de Zenti-  
va, Medley et Kendrick.

L'arrivée du nouveau directeur général, Chris Vieh-  
bacher, donne à la stratégie du groupe une impul-  
sion nouvelle.

Le groupe dispose d'une structure financière très  
solide (avec un ratio de dette financière nette sur  
fonds propres de 3,9 % à fin 2008) lui permettant  
de mener sa stratégie de croissance externe pour  
se constituer des relais de croissance.

Sur les dernières années le dividende par action n'a  
cessé de croître pour atteindre 2,20 euros sur les  
résultats 2008 (contre 2,07 l'année précédente).

Le groupe bénéficie d'une bonne diversification  
géographique, les pays émergents représentant  
25 % de l'activité en 2008.

Le titre est sous-valorisé si l'on tient compte des  
dernières acquisitions dans le secteur : le cours ne

représente que sept fois les profits attendus cette  
année, alors que Pfizer a payé plus de 13 fois les  
résultats de Wyeth, et que Merck va payer Sche-  
ring-Plough plus de 15 fois ses résultats.

### • Faiblesses

Comme les autres acteurs, le groupe est confronté  
à la concurrence des génériques sur certains de ses  
produits importants. L'environnement des groupes  
pharmaceutiques est rendu difficile à la fois du fait  
de la pression des autorités de santé pour réduire les  
coûts mais aussi de par des barrières réglementaires  
plus importantes. La perte de brevets de plusieurs  
de ses médicaments phares, devrait conduire à la  
chute de 30 % du chiffre d'affaires de Sanofi-Aven-  
tis d'ici 2012. Les incertitudes les plus fortes pèsent  
sur le Lovenox, dont le chiffre d'affaires a progressé  
de près de 11 % en 2008 (à 2,7 milliards d'euros),  
qui pourrait faire face à l'apparition d'un générique  
aux Etats-Unis. D'autres menaces pèsent égale-  
ment sur le Plavix (2,6 milliards d'euros de chiffre  
d'affaires en 2008) en Europe, bien avant la date  
d'expiration de son brevet en Europe (en 2013).

Une incertitude existe quant à l'évolution du capi-  
tal : ses deux actionnaires de référence, Total et  
L'Oréal (avec respectivement 11 % et 9 % du capi-  
tal) ont annoncé depuis la fin du pacte d'action-  
naires, en 2004, leur volonté de se désengager de  
Sanofi-Aventis d'ici 2012.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Produits pharmaceutiques (90 % du chiffre d'af-  
faires), vaccins humains (10 % du CA).

### • Le secteur

Selon la société américaine Mergermarket, le mon-  
tant des fusions-acquisitions sur le marché mon-  
dial de la santé s'est envolé durant le premier tri-

mestre 2009 pour atteindre 166 milliards de dollars  
(128 milliards d'euros), soit une augmentation de  
52 milliards de dollars par rapport au montant  
enregistré sur l'ensemble de l'année 2008. Ce  
chiffre prend en compte trois opérations géan-  
tesques en début d'année : l'acquisition de Wyeth  
par Pfizer (64,5 milliards de dollars), celle de Sche-  
ring-Plough par Merck (pour 45,9 milliards de dol-  
lars) et le rachat des actionnaires minoritaires de  
Genentech par sa maison mère Roche (pour 47 mil-  
liards de dollars). D'après les experts, le mouve-  
ment de concentration devrait être loin de s'ache-  
ver, les cibles potentielles opérant dans les géné-  
riques, les vaccins et les biotechnologies.

### • La valeur dans son secteur

Quatrième groupe pharmaceutique mondial, pre-  
mier en Europe, leader mondial dans le domaine  
des vaccins.

### • Comment suivre la valeur

Le titre Sanofi-Aventis a un statut de valeur défen-  
sive sur un marché pharmaceutique mondial appe-  
lé à croître du fait du vieillissement de la population  
et d'un accès progressif aux médicaments.

Les évolutions réglementaires et les décisions des  
autorités sanitaires sont particulièrement impor-  
tantes pour l'avenir d'un médicament : la pilule  
anti-obésité Acompla a arrêté d'être commercialisée  
suite aux demandes de certaines autorités de  
santé, alors que le groupe misait beaucoup sur ce  
médicament. Cet échec a valu le départ du direc-  
teur général Gérard le Fur.

Le chiffre d'affaires généré par chaque médicament, la  
durée de vie des brevets et les résultats des études cli-  
niques, sont des éléments essentiels.

L'évolution de la participation de L'Oréal et de Total est  
à étudier de près et offre au titre un intérêt spéculatif.

# Schneider Electric

FR0000121972

## Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009 : 3 822 millions d'euros (- 11,3 %).

Au 31/12/2008 : 18 311 millions d'euros (+ 5,8 %).

### • Résultats

Au 31/12/2008 : résultat opérationnel (EBITDA) : 2 754 millions d'euros (+ 7,5 %) ; résultat net : 1 723 millions d'euros (+ 6,3 %).

### • Prévisions

L'objectif du groupe est passé d'un repli de 5 % à 15 % de l'activité en 2009 à une baisse de 15 %. Du fait de son plan stratégique de réduction des coûts et d'amélioration de la productivité, il estime qu'il devrait atteindre en 2009 une marge opérationnelle («EBITA margin») de 12 % avant coûts de restructuration.

### • Stratégie

A travers son nouveau plan stratégique, «One», dévoilé fin janvier, Schneider Electric ambitionnait de réaliser des économies de coûts de 600 millions d'euros par an d'ici 2011 sur ses fonctions support et des économies cumulées d'amélioration de la productivité industrielle comprise entre 600 et 800 millions d'euros sur trois ans. Du fait d'une dégradation de son environnement, le groupe a rehaussé son objectif et ambitionne désormais de réduire les coûts de ses fonctions supports jusqu'à 400 millions d'euros supplémentaires par an d'ici à 2011. Au total le groupe vise des économies de 1,6 milliard d'euros d'ici à 2011.

Le nombre de ses références produits ainsi que

celui de ses fournisseurs industriels vont être divisés par deux. Les centres de distribution vont également être réduits.

### • Événements financiers

En mars dernier Schneider Electric a émis des obligations pour 250 millions d'euros avec l'objectif d'allonger la maturité de sa dette et de renforcer sa liquidité.

Renforçant sa présence dans les pays émergents, l'équipementier français va également reprendre la société Conzerv, numéro un de l'efficacité énergétique en Inde et va ainsi compléter son offre en mesure et contrôle de l'énergie à l'international.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Le groupe bénéficie de positions solides dans ses activités et dans les pays émergents. Il devrait, en particulier, tirer parti de sa présence en Chine : dans ce pays le PIB devrait croître de 10,8 % l'année prochaine.

Dans un environnement très dégradé le groupe est parvenu à améliorer sa marge opérationnelle («EBITDA margin») qui est passé de 14,8 % à 15 % entre 2007 et 2008.

Le dividende par action est en augmentation de 3,30 euros à 3,45 euros entre 2007 et 2008 : la société a réitéré son engagement de maintenir son taux de distribution à 50 % du résultat net.

Sur le premier trimestre sa principale activité (la distribution électrique) a mieux résisté que les autres.

Son ambitieux plan de réduction des coûts devrait lui permettre de limiter les effets de la crise.

La réorientation vers l'efficacité énergétique permettra à Schneider de bénéficier de l'augmentation des dépenses de certains gouvernements en faveur de l'écologie, en particulier aux Etats-Unis.

### • Faiblesses

Toutes les zones géographiques ont vu leur activité décliner sur les trois premiers mois de l'année, en particulier l'Amérique du Nord (- 21 % en croissance organique).

L'activité d'automatisme et de contrôles, étroitement liée à l'investissement industriel, a été très affectée par la dégradation de la conjoncture économique avec une chute de 25,7 % de son activité organique.

Schneider pâtit d'un cycle d'activité court (avec un carnet de commandes qui ne représente que 1 à 2 mois de ventes) ce qui renforce le manque de visibilité.

L'entreprise a revu à la baisse ses prévisions pour 2009. Les investisseurs attendent même une marge inférieure aux 12 % annoncés par la société.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Distribution électrique (57 % du chiffre d'affaires), automatismes et contrôles (29 %), énergie sécurisée (14 %).

### • Le secteur

Certains analystes considèrent que le secteur des équipements électriques va bénéficier des mesures de relance adoptées par les gouvernements chinois et américain, en particulièrement à travers leurs activités de transmission et de distribution, d'efficacité énergétique et d'infrastructures ferroviaires (tels ABB ou Siemens). Néanmoins ils sont plus prudents concernant les groupes centrés sur la consommation et la construction comme Philips ou Legrand.

### • La valeur dans son secteur

Fait partie des leaders mondiaux dans chacun de ses métiers.

### • Comment suivre la valeur

Les équipementiers électriques sont très sensibles à l'évolution du marché immobilier. De plus, de par sa présence en Europe et en Amérique du Nord (qui représentent tous deux 71 % de son activité), le groupe est très sensible à l'évolution de la conjoncture sur ces deux continents.

Schneider souhaitant sensiblement accélérer sa présence dans les pays émergents, les acquisitions sont à surveiller.

Suite aux restructurations (notamment en termes d'organisation) des licenciements sont à prévoir après que le groupe a prévu 130 000 jours de chômage partiel cette année, soit environ vingt jours en moyenne pour les 7 000 salariés concernés.

Surveiller l'évolution de prévision de marge opérationnelle pour 2009, qui n'a pas convaincu les analystes.

# Société Générale

FR0000130809

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009, produit net bancaire : 4 913 millions d'euros (-13,5 %). Au 31/12/2008, produit net bancaire : 21 866 millions (-3,9 %).

### • Résultats

Au 31/03/2009, résultat brut d'exploitation : 1 136 millions d'euros (-36 %); au 31/12/2008 : 3 683 millions (-47,2 %).

Au 31/03/2009, résultat net part du groupe : -278 millions d'euros (contre profit de 1 098 millions sur le premier trimestre 2008); au 31/12/2008 : 2 010 millions d'euros (+112 %).

### • Prévisions

Le groupe anticipe un accroissement de la charge du risque sur l'année 2009, notamment en Europe centrale et orientale et plus particulièrement en Russie. D'autres dépréciations d'actifs ne sont pas à exclure sur le second trimestre 2009.

Il vise désormais une rentabilité sur fonds propres plus faible à l'avenir, qui atteindrait 15 % de rentabilité en moyenne, contre 20 % jusqu'à présent.

### • Stratégie

La banque s'est engagée dans un renouvellement de ses équipes et de son organisation et a mis en place une politique de réduction des coûts et des risques.

Néanmoins sa stratégie plus globale reste inchangée : être une banque universelle, présente dans les métiers de détail et de gros. Elle souhaite pour-

suivre le rééquilibrage vers les métiers et marchés à fort potentiel en privilégiant les activités de détail et de banque privée génératrice de dépôts. Le groupe cherche à maintenir un niveau de fonds propres élevé pour faire face à une éventuelle détérioration brutale de l'environnement économique.

### • Événements financiers

Fin mai 2009, dans le cadre du plan français de soutien à l'économie, la Société Générale a émis des actions de préférence (sans droits de vote) pour 1,7 milliard d'euros au profit de la Société de prise de participation de l'Etat (SPPE). A l'issue de cette opération cette dernière détient 7,2 % du capital du groupe.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Le groupe occupe des positions de premier plan dans ses différentes activités.

Il est engagé dans une réorganisation, notamment dans la banque d'investissement, qui devrait lui permettre de mieux contrôler ses risques. La mise en place des nouvelles orientations devrait être facilitée par l'arrivée du nouveau président, Frédéric Oudéa.

Bénéficiant déjà d'un ratio de solvabilité plus élevé que ses concurrents européens, le groupe a encore consolidé ce ratio (qui atteint désormais 9,2 %) grâce à l'émission récente d'actions de préférence. La politique de dividende n'est pas sacrifiée à la réorganisation : le dividende par action sur les résultats 2008 est en croissance de 33 % (à 1,20 euro).

### • Faiblesses

La Société Générale pâtit d'une image ternie par l'affaire Kerviel, les stock-options qui devaient être initialement attribuées à ses dirigeants en pleine crise et les récentes pertes divulguées en gestion

d'actifs (pour 1,2 milliard d'euros). Les pertes nettes de près de 280 millions d'euros au premier trimestre 2009 ont surpris les analystes, qui s'attendaient plutôt à un bénéfice de 322 millions. Elles sont dues à des pertes complémentaires sur des actifs à risque dans la banque de financement, et à une très sensible augmentation du coût du risque (multiplié par 2,3 pour atteindre 1,4 milliard d'euros).

La banque devrait pâtir de sa présence en Europe centrale et orientale qui représentait 18 % de la totalité de ses créances douteuses fin 2008 et qui connaît une dégradation du risque.

L'agence de notation financière Standard & Poor's a abaissé d'un cran sa note à long terme (à A+), suite à des incertitudes sur la capacité bénéficiaire de la Société Générale.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Banque de détail & services financiers (69 % du produit net bancaire) ; gestion d'actifs & services aux investisseurs (13 %) ; banque de financement & d'investissement (18 %).

### • Le secteur

La crise devrait favoriser la recomposition du secteur bancaire français, comme souligné par le rapprochement entre la Société Générale et le Crédit Agricole dans leur métier de gestion d'actifs. Avec 638 milliards d'euros d'actifs sous gestion, la nouvelle entité se situera au 4<sup>e</sup> rang européen et au 9<sup>e</sup> rang mondial dans son métier. D'autres partenariats de ce type pourraient voir le jour notamment dans la conservation de titres, l'épargne salariale, ou même dans certains métiers de la banque de financement et d'investissement. L'objectif est d'atteindre une taille critique dans un domaine précis et de mieux s'adapter à un envi-

ronnement difficile.

### • La valeur dans son secteur

Une des premières banques de réseau en Europe - 5<sup>e</sup> banque gestionnaire d'actifs de la zone euro avec 336 milliards d'euros d'actifs gérés (à fin décembre 2008) et 3<sup>e</sup> acteur européen par les actifs en conservation.

### • Comment suivre la valeur

En tant que valeur financière le titre est sensible à (i) l'évolution des taux d'intérêt, (ii) l'état des Bourses mondiales qui influencera ses activités de banque de financement et d'investissement et de gestion d'actifs, (iii) le niveau de consommation et d'épargne des ménages qui influera sur les performances de la banque de détail, représentant une grande partie du produit net bancaire.

La charge du risque, en forte augmentation début 2009, est à surveiller étroitement.

# STMicroelectronics

**NL0000226223**

## Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009 : 1 660 millions de dollars (- 33 %).

Au 31/12/2008 : 9 842 millions de dollars (- 1,6 %).

### • Résultats

Au 31/03/2009 : résultat opérationnel : - 393 millions (contre - 88 millions au 31/03/2008) ; résultat net part du groupe : - 541 millions (contre - 84 millions au 31/03/2008).

Au 31/12/2008 : résultat opérationnel : 139 millions de dollars (contre - 406 au 31/12/2007) ; résultat net part du groupe : - 518 millions de dollars (contre - 433 au 31/12/2007).

### • Prévisions

Pour le second trimestre 2009, le groupe prévoit un chiffre d'affaires compris entre 1,5 et 1,85 milliard de dollars. Les sites de production devraient fonctionner à 50 % de leur capacité et la marge brute pourrait tomber au niveau extrêmement bas de 20 % (contre 26,3 % au premier trimestre). Le groupe estime que le marché mondial devrait chuter de 25 % en 2009. Il espère pouvoir limiter son repli de 15 % à 20 % grâce à des gains de parts de marché. Pour cela il compte sur sa capacité d'innovation et le lancement de nouveaux produits, notamment dans l'automobile, le médical et la téléphonie.

### • Stratégie

Depuis sa création, le groupe consacre une part importante de son chiffre d'affaires (environ 22 % en 2008) à la Recherche et au Développement.

STMicroelectronics vise une réduction des coûts de 700 millions de dollars pour 2009. Cet objectif devrait être atteint à travers la poursuite des actions de restructuration de l'appareil de production et la suppression de 4 500 postes dans le monde cette année. De plus, les investissements ne devraient pas dépasser 500 millions de dollars, en baisse de 50 % par rapport à 2008.

Sur le long terme STMicroelectronics ne souhaite pas devenir un groupe sans usine, même s'il prévoit d'accroître la part de ses sous-traitants à 20 % de sa production.

### • Événements financiers

En 2008 STMicroelectronics a déconsolidé l'activité de mémoires flash en créant une nouvelle société, Numonyx, dans laquelle il détient 48,6 % des parts, tandis qu'Intel en détient 45,1 % et Francisco Partners les 6,3 % restant. L'an passé le groupe a également acquis Genesis Microchip sur le marché de la télévision digitale. Enfin, le groupe a créé une joint-venture à 50/50 avec Ericsson dans le domaine des mobiles, nommée ST-Ericsson. Elle est opérationnelle depuis le 1<sup>er</sup> février 2009. Cette entité a connu des débuts difficiles du fait d'une baisse de la demande de portables et d'une pression accrue sur les prix. Ayant enregistré une perte de 89 millions de dollars entre février et mars, elle a mis en place un plan d'économies de 230 millions de dollars.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

STMicroelectronics bénéficie de bonnes positions concurrentielles dans le monde, en particulier en Europe.

Ses ventes sont réparties de manière relativement équilibrée entre ses cinq secteurs d'activité.

STMicroelectronics est l'une des entreprises les plus innovantes de son marché.

Sa structure financière est très solide avec un taux d'endettement net inférieur à 21 %.

Des signes de reprise sont visibles pour les dirigeants du groupe, vision corroborée par certains analystes.

### • Faiblesses

Subissant de plein fouet les effets de la crise, le groupe a enregistré de très mauvaises performances sur le premier trimestre 2009, avec une chute de sa marge brute (de 36,3 % à 26,3 % entre les premiers trimestres 2008 et 2009) et une cinquième perte nette consécutive.

Les dividendes distribués ont été réduits : le dividende par action va diminuer de 9 à 3 cents au cours des quatre prochains trimestres.

Le groupe prévoit une forte baisse de son marché mondial cette année (-25 %) ce qui devrait encore fortement peser sur ses résultats.

Les investisseurs sont très prudents sur le secteur car ils estiment qu'ils manquent de visibilité.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Cinq grands secteurs : les télécommunications (36 % de l'activité), l'électronique grand public (17 %), les périphériques informatiques (16 %), l'automobile (15 %) et les applications industrielles (16 %).

### • Le secteur

Le marché des semi-conducteurs pâtit énormément de la crise. Selon une étude de l'institut Gartner, le marché mondial des semi-conducteurs a reculé de 5,4 % en 2008. Quant à l'organisation professionnelle américaine World Semiconductor Trade Statistics (WSTS), elle prévoit une chute de 22 % des ventes mondiales de puces en 2009. Néanmoins selon les dirigeants de STMicroelectro-

tics des signes d'amélioration sont visibles en particulier en Asie, à l'exclusion du Japon. Le gouvernement français élabore des mesures d'accompagnement pour ce secteur qu'il considère comme stratégique.

### • La valeur dans son secteur

Cinquième plus grande société de semi-conducteurs au monde, numéro un européen.

### • Comment suivre la valeur

La structure de son activité rend l'entreprise très dépendante des secteurs des télécommunications, de l'électronique, de l'informatique et de l'automobile.

Le secteur est cyclique et très lié à la conjoncture. Le niveau des stocks mondiaux de semi-conducteurs est un bon indicateur car plus ce niveau est élevé plus la demande sera faible et plus les capacités de production sont excédentaires. C'est la situation subie par les acteurs, et en particulier STMicroelectronics, actuellement.

# Suez Environnement

**FR0010613471**

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009 : 2 829 millions d'euros (- 2,8 %).

Au 31/12/2008 : 12 363,7 millions (+ 2,7 %).

### • Résultats

Au 31/03/2009 : RBE (résultat brut d'exploitation ou EBITDA) 436 millions d'euros (- 7,4 %). Au 31.12.2008 : 2 101,9 millions (+ 2 %). Résultat net part du groupe : 533,2 millions (+ 8,4 %).

### • Prévisions

Le groupe estime que la conjoncture économique impacte 30 % de son chiffre d'affaires, principalement l'activité déchets avec la clientèle industrielle et commerciale.

Dans un environnement qui a continué à se dégrader début 2009, Suez Environnement a confirmé sa stratégie à long terme. Il a maintenu ses objectifs pour 2009 avec une croissance légèrement positive du chiffre d'affaires et du résultat brut d'exploitation, avec pour hypothèse un recul de 2 % du PIB (produit intérieur brut) des économies développées et des taux de change constants.

### • Stratégie

Suez Environnement a accéléré son programme de réduction des coûts, nommé «Compass», et a revu à la hausse son objectif de gains en EBITDA à 180 millions d'euros à l'horizon 2010, contre 125 millions d'euros initialement annoncés au moment de l'introduction en Bourse. Il compte aussi sur le maintien d'un bilan fort avec un ratio

«dette financière nette/EBITDA» inférieur à 3, hors impact d'éventuelles acquisitions stratégiques.

Enfin les investissements (hors investissement stratégique) sont temporairement réduits pour 2009, d'environ -25 % par rapport à 2008.

### • Événements financiers

En 2008, Suez Environnement a été introduit en Bourse dans le cadre de la fusion entre les groupes SUEZ et Gaz de France. A l'issue de cette opération, GDF SUEZ détenait au 31 décembre 2008 une participation stable de 35,41 % dans la Société.

En avril 2009, Suez Environnement a émis avec succès un emprunt obligataire de 1,8 milliard d'euros en deux tranches de 5 et 10 ans, allongeant ainsi la maturité de sa dette.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Les métiers de la société bénéficient de trois grands moteurs de croissance : l'accroissement de la population mondiale, la nécessité de gérer les impacts sur l'environnement, et enfin le renforcement des réglementations.

Suez Environnement bénéficie de solides parts de marché en Europe.

Au contraire de son concurrent, Veolia, l'entreprise n'a pas mené de coûteuses acquisitions en haut de cycle, et se trouve donc moins fragilisée en temps de crise.

La grande part du chiffre d'affaires réalisée auprès des collectivités locales ou des Etats confère au groupe une bonne visibilité de son activité (en France, les collectivités locales, agences de l'eau et l'Etat représentent 60 % de son activité dans l'eau).

### • Faiblesses

Le ralentissement économique touche particulièrement les activités déchets liées aux clients indus-

triels et commerciaux, à caractère cyclique, dont le chiffre d'affaires a reculé de plus de 9 % sur le premier trimestre 2009.

La rentabilité s'est également détériorée au premier trimestre : le résultat brut d'exploitation a représenté 15,4 % du chiffre d'affaires contre 16,5 % au premier trimestre 2008.

Selon certains analystes, le maintien des objectifs 2009 semble irréaliste compte tenu des résultats du premier trimestre et du contexte macroéconomique. De plus, les objectifs pour 2009 sont basés sur l'hypothèse d'un recul du PIB limité à 2 % cette année, dans les pays développés. Or, le FMI (Fonds monétaire international) table sur un recul de 2,8 % du PIB américain en 2009, et sur une chute de 4,2 % de celui de la zone euro.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Gestion de l'eau & gestion des déchets : propreté Europe (45 % du chiffre d'affaires) ; eau Europe (33 %) ; international (22 %).

### • Le secteur

Les acteurs intervenant dans le traitement des déchets pâtissent, à l'image de Suez Environnement, du recul de l'activité de leurs clients industriels. A ces baisses de volumes s'ajoute également une pression sur les prix.

L'activité de gestion de l'Eau est jugée, elle, moins cyclique et plus stable. Néanmoins elle est également affectée par le ralentissement économique et sa croissance ralentit au premier trimestre 2009.

L'activité des groupes d'environnement est étroitement liée à l'évolution du PIB des pays dans lesquels ils interviennent. Selon le FMI le PIB européen devrait seulement se stabiliser en 2010 (- 0,1 %).

### • La valeur dans son secteur

Numéro deux mondial sur le marché des services environnementaux liés à l'eau, derrière Veolia Environnement.

Troisième acteur mondial sur le marché des services environnementaux liés aux déchets derrière Waste Management et Veolia Environnement.

### • Comment suivre la valeur

Analyser les résultats du 1<sup>er</sup> semestre 2009 (présentés le 26 août prochain) pour constater si le ralentissement de l'activité Propreté se confirme. Voir de quelle façon évoluent les objectifs 2009 et si les prévisions de croissance du chiffre d'affaires et du résultat brut d'exploitation (tous deux en recul sur le premier trimestre) seront finalement bien réalisées.

# Total

FR0000120271

## Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

179 976 millions d'euros (+ 13,4 %) au 31/12/2008.  
Au 31/03/2009 : 30 041 millions (- 32 %).

### • Résultats

Résultat opérationnel net ajusté : 13 961 millions d'euros (+ 14,1 %) au 31/12/2008 et 2 050 millions (- 36 %) au 31/03/09 ; résultat net part du groupe 13 920 millions d'euros (+ 14 %) au 31/12/2008. Au 31/03/09, résultat net ajusté de 2 113 millions (- 35 %).

### • Prévisions

Le groupe estime que les baisses de prix vont se confirmer en 2009. Dans ce contexte, les programmes de réduction des coûts de production devraient permettre d'abaisser les points morts dès 2009. Les conditions de marché de l'aval et de la Chimie pâtiront cette année d'une baisse de la demande en dépit du recul du coût des matières premières. Néanmoins Total considère qu'il devrait maintenir ses investissements et sa politique de dividende cette année.

### • Stratégie

L'entreprise mène un programme soutenu d'investissements, qui a notamment pour objectifs : la croissance de ses activités d'exploration et de production d'hydrocarbures, le renforcement de sa position mondiale parmi les leaders sur les marchés du gaz naturel et du GNL (gaz naturel liquéfié) et l'élargissement de son offre dans les énergies nouvelles complémentaires (solaire, biomasse, nucléaire). Les investissements sont maintenus à

18 milliards de dollars cette année. Un an après avoir signé un partenariat avec GDF Suez et Areva pour un projet de centrale aux Emirats arabes unis, le pétrolier français a affiché sa volonté d'acquérir un savoir-faire dans le nucléaire pour devenir un véritable acteur dans l'exploitation de centrales. Côté coûts, faisant de même que ses concurrents, le groupe va supprimer 555 postes en France pour adapter ses raffineries et ses usines pétrochimiques.

### • Événements financiers

Total est la résultante de deux rapprochements successifs : de Total avec la société pétrolière belge PetroFina, qui a donné naissance à Totalfina, puis de Totalfina avec Elf Aquitaine, qui a créé Total-FinaElf, rebaptisé Total en mai 2003.

En janvier dernier Total avait lancé une offre hostile sur le canadien UTS Energy afin de se renforcer dans les pétroles non conventionnels (sables bitumineux), créneau qu'il considère comme étant très porteur. N'ayant pas réussi à convaincre les actionnaires, le groupe a abandonné cette opération. Néanmoins, après les rachats de Deer Creek en 2005, et de Synenco Energy l'an dernier, il reste prêt à mener d'autres opérations au Canada.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Le groupe a engendré un bénéfice net historique l'an passé (avec un prix du baril de Brent en croissance de 34 % à 97,3 dollars) malgré le recul de 8 % de son résultat net ajusté lors du quatrième trimestre.

Il va distribuer un dividende par action en hausse de 10 % (à 2,28 euros) sur le résultat 2008.

Total, moins présent que ses concurrents aux Etats-Unis, résiste mieux à la crise.

Le titre bénéficie du statut de valeur de rendement du fait de la qualité de la génération de ses flux de trésorerie.

Sa structure financière est solide avec un ratio de dettes nettes sur fonds propres de 19 % à fin mars 2009. Il peut donc mener des acquisitions pour renforcer sa production d'hydrocarbures, en baisse sur le premier trimestre, et renouveler ses réserves.

### • Faiblesses

Les résultats du groupe sont affectés par le recul du prix moyen du baril de pétrole Brent qui, sur le premier trimestre 2009, a baissé de 54 % par rapport au premier trimestre 2008 et de 20 % comparé à celui du dernier trimestre 2008.

Sur le premier trimestre 2009, les performances opérationnelles du groupe ont subi la dégradation des marges de raffinage et la baisse de la demande dans la Chimie.

L'image de l'entreprise auprès du grand public est dégradée du fait des scandales liés à l'explosion de l'usine AZF, à la pollution (avec le naufrage de l'Erika) et aux restructurations annoncées après avoir dégagé des bénéfices annuels records.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Secteur amont de la chaîne pétrolière (exploration, développement, production d'hydrocarbures, de gaz naturel et de GNL) : 13,5 % du chiffre d'affaires.

Aval (raffinage, marketing des produits pétroliers, vente et transport maritime) : 75,3 % du chiffre d'affaires.

Chimie (de base et de spécialités) : 11,2 %.

### • Le secteur

La nette remontée des cours du baril de pétrole depuis le mois d'avril (qui a franchi le seuil des 60 dollars début mai) s'explique en partie par le rebond de la demande chinoise et des chiffres de l'emploi américain meilleurs qu'attendus. Cette

tendance pourrait inciter les groupes pétroliers à investir dans de grands chantiers, par exemple dans le pétrole non conventionnel. Néanmoins l'Agence internationale de l'énergie (AIE) table pour 2009 sur une baisse de la demande de 2,8 %, à 83,4 millions de barils par jour.

### • La valeur dans son secteur

Cinquième groupe pétrolier intégré international.

### • Comment suivre la valeur

L'évolution du cours du titre est très liée aux cours du baril de pétrole, qui a chuté de 143 à moins de 60 dollars entre juillet 2008 et aujourd'hui.

Les tensions géopolitiques sont également à surveiller car elles peuvent perturber la production ou les réserves stratégiques de Total.

Enfin, les acquisitions du groupe dans le pétrole non conventionnel sont à suivre.

# Unibail-Rodamco

FR0000124711

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Loyers nets : 1 215 millions d'euros à fin 2008 (+ 8,5 % à périmètre constant) et 416,8 millions d'euros au 1<sup>er</sup> trimestre 2009 (+ 3,4 %).

### • Résultats

Résultat opérationnel net : - 596,9 millions d'euros (contre 1 067,4 millions en 2007) du fait d'ajustements de valeurs des actifs à la baisse de 1,8 milliard d'euros d'après les normes IFRS. Résultat net part du groupe : - 1 116 millions d'euros (contre 945 millions d'euros en 2007). Bénéfice net récurrent : 777 millions d'euros (+ 8,4 % à périmètre constant).

### • Prévisions

Le groupe a récemment réitéré son objectif de croissance de son résultat net récurrent par action de 7 % ou plus en 2009. Cet objectif de croissance avait néanmoins été fixé auparavant à 10 %.

### • Stratégie

Unibail-Rodamco a choisi de se spécialiser sur des actifs qui ont un très fort positionnement sur leur marché, notamment en raison de leur fréquentation, de leur taille, de leur emplacement ou de leur notoriété. Il privilégie les segments du marché immobilier qui présentent une certaine rareté de l'offre.

Pour différencier ses centres commerciaux de ceux de ses concurrents, le groupe a développé et renforcé en 2008 la Welcome Attitude, stratégie visant

à fidéliser les visiteurs en créant une identité unique pour chacun de ses centres et en améliorant la qualité d'accueil des clients (à travers une offre de services par exemple).

### • Événements financiers

Le groupe est né de la fusion, en 2007, du français Unibail et du néerlandais Rodamco. Début 2008 les activités Congrès-Exposition de la chambre de commerce et de l'industrie de Paris (CCIP) et d'Unibail-Rodamco ont été rapprochées pour créer le leader sur le marché français des congrès et expositions. En 2008 le groupe a mené une politique d'investissement particulièrement active : il a cédé des surfaces commerciales et de bureaux pour une valeur totale de 1,5 milliard d'euros et a investi 1,2 milliard d'euros pour l'acquisition de centres commerciaux dotés d'un fort positionnement. Il a notamment conclu la plus importante transaction de centre commercial de son histoire en achetant 119 500 m<sup>2</sup> de surfaces commerciales dans le centre Shopping City Süd à Vienne.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

La qualité de son portefeuille d'actifs qui comprend des centres commerciaux de grande taille (75 % d'entre eux) accueillant plus de 7 millions de visiteurs par an. Le groupe détient 12 des 25 plus grands centres commerciaux d'Europe.

Certains analystes estiment que dans les grands centres commerciaux la multiplicité des enseignes soutient le taux de fréquentation en période de crise.

Les loyers de bureaux représentent un peu moins de 19 % de l'activité alors que l'immobilier de bureaux est soumis aux cycles économiques.

La structure financière du groupe est saine avec un ratio d'endettement de 30 % fin 2008.

Le dividende distribué au titre de l'exercice 2008 (de 7,5 euros par action) est en augmentation de 7,1 %. Malgré sa perte nette Unibail a maintenu inchangé sa politique de distribution avec un objectif de distribution d'une grande partie du résultat récurrent aux actionnaires (entre 85 % et 95 %).

Au premier trimestre 2009 la croissance des loyers souligne la résistance du groupe.

Le succès du récent lancement d'obligations à option de remboursement en numéraire et actions nouvelles et/ou existantes (Ornane), pour 575 millions d'euros, souligne la confiance des investisseurs dans la valeur.

### • Faiblesses

Les ajustements à la baisse de la valeur des actifs ont été élevés en 2008, affectant essentiellement les centres commerciaux, et ont grevé le résultat net.

La diversification géographique est encore limitée car l'Europe Centrale représente moins de 10 % des loyers nets en 2008 tandis que l'activité en France représente plus de la moitié de ces loyers (57 %).

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Trois segments: centres commerciaux (73 % du chiffre d'affaires), bureaux (19 %) et congrès-expositions (8 %).

### • Le secteur

La grave crise des marchés financiers et le ralentissement économique qui affecte un grand nombre de pays d'Europe impactent négativement le marché de l'investissement immobilier. Cette tendance devrait perdurer surtout si l'accès au crédit reste difficile. Standard & Poor's estime que les perspectives du secteur de l'immobilier et des SIIC (sociétés foncières cotées) se sont dégradées au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2009, alors que la vente d'actifs

décotés, les réductions de dividendes et les faillites d'occupants ont progressé. Néanmoins dans ce contexte général inquiétant, les exploitants de centres commerciaux sont privilégiés.

### • La valeur dans son secteur

Unibail Rodamco est le leader européen de l'immobilier commercial (premier opérateur, investisseur et développeur).

### • Comment suivre la valeur

Les performances du groupe sont sensibles à l'évolution du PIB des économies où il intervient, aux taux d'intérêt, à l'inflation et au comportement des consommateurs (notamment de leur niveau de confiance). Concernant l'immobilier de bureaux, le taux de vacance des actifs est un indicateur clé. Unibail-Rodamco est soumis au régime fiscal français des SIIC, ce qui lui permet de bénéficier d'une exemption d'impôt sur son résultat récurrent et sur les plus-values sur cessions, sous réserve qu'il remplisse certaines conditions. Il doit notamment distribuer au moins 85 % de son résultat récurrent.

# Vallourec

FR0000120354

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009 : 1 313 millions d'euros (- 5,1 %).

Au 31/12/2008 : 6 437 millions (+ 4,8 %).

### • Résultats

Au 31/03/2009, résultat d'exploitation : 288,2 millions (- 7,2 %) ; résultat net part du groupe : 187,2 millions (- 3,2 %).

Au 31/12/2008 : résultat d'exploitation : 1 521,8 millions (- 6,2 %) ; résultat net part du groupe : 967,2 millions (- 1,9 %).

### • Prévisions

Vallourec anticipe une nouvelle baisse de son activité et de son résultat brut d'exploitation par rapport au premier trimestre.

### • Stratégie

Le groupe continue d'adapter sa production et ses coûts au niveau d'activité. Le programme de réduction des coûts va être encore renforcé. Sur le plan salarial, il va réduire le nombre d'heures travaillées dans ses usines. Ces heures ont déjà été réduites de 13 % au premier trimestre et une baisse du même ordre pourrait être mise en œuvre au deuxième trimestre.

Le groupe veut privilégier sa capacité d'autofinancement et réduire son besoin en fonds de roulement. Des investissements stratégiques seront menés, notamment au Brésil, où une nouvelle usine intégrée produira essentiellement des tubes premium pour les applications les plus difficiles du marché pétrole et gaz.

Pour 2009 les investissements industriels s'élève-

ront environ à 800 millions d'euros, contre 528 millions en 2008, la construction de l'usine au Brésil, représentant plus de la moitié de l'investissement.

### • Événements financiers

Le Groupe a réalisé 541 millions d'euros d'acquisitions en 2008. Il a notamment acquis trois sociétés américaines bénéficiant d'une expertise de tout premier plan dans le domaine des joints premium, du traitement thermique et du filetage pour l'industrie du pétrole et gaz. La part de l'Amérique du Nord dans l'activité a ainsi progressé en 2008 pour atteindre 23,7 %, contre 18,6 % en 2007.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Sur le premier trimestre grâce à ses réductions de coûts et à des augmentations de ses prix de vente, le recul du résultat net part du groupe a été limité à 3,2 %, à 187,2 millions.

Son offre de tubes haut de gamme (en particulier les premiums) permet au groupe d'accroître ses prix de vente, ce qui a un impact positif sur ses marges : la marge brute d'exploitation a progressé de 24,7 % à 25,8 % entre les premiers trimestres 2008 et 2009.

Entre fin 2008 et le premier trimestre 2009, l'endettement net a été réduit de 152,7 millions à 193,8 millions d'euros, renforçant encore la solidité financière du groupe.

Le nouveau dirigeant du groupe, Philippe Crouzet, qui est issu de Saint-Gobain, a l'expérience des industries cycliques.

Le projet au Brésil devrait lui procurer un avantage concurrentiel important.

### • Faiblesses

L'activité du groupe a pâti d'un recul de 5,1 % au

premier trimestre, à 1,31 milliard d'euros. C'est essentiellement l'activité de tubes pour l'énergie électrique en Europe et en Afrique du Sud qui est affectée.

Comme toute valeur cyclique, Vallourec est sensible au retournement de conjoncture. Dans le passé, le marché mondial des tubes pour l'énergie a subi de graves excédents de capacités, amplifiant la chute des prix.

Vallourec va distribuer un dividende 6 euros par action, inférieur de plus de 14 % à celui versé au titre de l'exercice 2007. Le taux de distribution du résultat net part du groupe a en effet été réduit de 37,4 à 33,2 %.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Quatre principaux marchés au 31/03/2009 : énergie (72,4 % du chiffre d'affaires, dont pétrole et gaz 49,7 %) ; pétrochimie (10,7 %) ; mécanique (9,8 %) ; automobile (3,4 %) ; autres (3,7 %).

### • Le secteur

Le marché bénéficie de bonnes perspectives pour plusieurs raisons. Les plans de relance dans le monde concernent le renouvellement des infrastructures, notamment dans l'énergie. La demande de pétrole devrait rester soutenue, en particulier dans les transports. La demande en gaz devrait également continuer à progresser notamment en raison de ses qualités environnementales.

Dans les pays développés, le renouvellement du parc existant de centrales électriques soutient également la croissance. De plus, de nombreux pays ont lancé des programmes de construction de centrales nucléaires afin de sécuriser leurs approvisionnements en énergie et réduire les émissions de CO<sub>2</sub>, centrales pour lesquelles Vallourec fournit une gamme complète de produits tubulaires.

### • La valeur dans son secteur

Co-leader mondial du marché des tubes en acier sans soudure, avec environ 10 % de part de marché.

### • Comment suivre la valeur

L'activité cyclique est très sensible à l'évolution de la conjoncture, en particulier aux Etats-Unis, qui représentent près de 24 % du chiffre d'affaires.

La division Pétrole et Gaz représentant 46 % du chiffre d'affaires 2008, le groupe est très sensible au prix de baril de pétrole. Ce dernier détermine avec un décalage de six mois à un an le niveau d'investissement des compagnies pétrolières dans l'exploration-production, et la demande de tubes de forage. Dans le cas d'un cours élevé du pétrole le titre est donc favorisé.

Du fait d'un capital éclaté le groupe est facilement opéable. Il présente donc un caractère spéculatif. Bolloré est le principal actionnaire avec moins de 6 % du capital.

# Veolia Environnement

FR0000124141

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/12/2008 : 36 205,5 millions d'euros (+ 13,4 %). Au 31/03/2009 : 9 267,0 millions d'euros (+ 4 %).

### • Résultats

Au 31/12/2008 : résultat opérationnel : 1 951,3 millions d'euros (- 21,4 %) ; résultat net : 405 millions (- 56,3 %).

### • Prévisions

Pour 2009 le groupe prévoit de générer un free cash-flow positif après versement du dividende (il était négatif de 1,8 milliard d'euros au 31/12/2008) et de dégager une capacité d'autofinancement opérationnelle après déduction des investissements nets de l'ordre de 2 milliards d'euros à taux de change constant.

Le recul des résultats de la branche Propreté, plus impactée par la crise, devrait être compensé par l'évolution des performances des trois autres secteurs du groupe (l'eau, les services énergétiques et le transport).

### • Stratégie

Le plan d'efficacité «Veolia 2010» vise à réduire les coûts de 180 millions d'euros en 2009 et de 220 millions d'euros additionnels en 2010. Il prévoit également la diminution des investissements nets d'au moins 1,6 milliard d'euros pour qu'ils atteignent 2 milliards d'euros en 2009. Un plan de cessions de 3 milliards d'euros d'ici à 2011 a été

annoncé, dont 1 milliard au moins au seul titre de l'année 2009. C'est dans le cadre de ce plan que Veolia a procédé à la cession de Clemessy et Crystal dès 2008 qui généraient à eux deux près de 800 millions d'euros de chiffre d'affaires. Veolia Cargo (188 millions d'euros de chiffre d'affaires en 2008 dans l'activité transport) figure sur la liste des actifs que le groupe envisage de céder.

### • Événements financiers

En 2008 Veolia a sensiblement ralenti le rythme de ses acquisitions : les investissements financiers, y compris la dette nette des sociétés entrantes, ont représenté 1 279 millions d'euros en 2008 contre 3 873 millions d'euros en 2007.

Le groupe a récemment émis un emprunt obligataire en deux tranches : la première, de 1,25 milliard d'euros, d'une durée de cinq ans et la seconde, de 750 millions d'euros sur dix ans. Ces emprunts sont destinés notamment à refinancer une ligne de crédit syndiquée de 800 millions d'euros, le solde servant à rembourser progressivement un encours de billets de trésorerie.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Positions concurrentielles extrêmement fortes sur ses différents métiers.

Sur le premier trimestre, la croissance interne des activités défensives – eau, énergie et transport – a plus que compensé le recul des activités cycliques de propreté.

Pour réduire son endettement l'entreprise a mis en place un plan de cession ambitieux, même s'il risque d'être difficile à réaliser au meilleur prix actuellement.

Le succès de la récente émission obligataire a rassuré les investisseurs sur la capacité de Veolia à lever des fonds à un coût raisonnable : entre 25 et

30 points de base au-dessus du prix payé par son concurrent Suez Environnement.

### • Faiblesses

Du fait des acquisitions menées les années précédentes, l'endettement financier est significatif.

Veolia a subi une dégradation de ses performances opérationnelles en 2008, notamment du fait de la détérioration des résultats de la division Propreté, et en dépit des actions de restructuration menées en Allemagne au cours du deuxième semestre.

En 2008 le résultat net a été fortement affecté par des dépréciations d'écart d'acquisition, liées à la reprise des activités de Veolia Propreté en Allemagne.

Alors qu'une hausse de 10 % du dividende avait été initialement prévue, le groupe a annoncé un versement stable à 1,21 euro par action au titre de 2008. Le récent départ du directeur général exécutif en charge des finances, qui souligne les tensions au sein du management du groupe, n'a pas été apprécié par les analystes.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Quatre activités : la gestion de l'eau (35 % du chiffre d'affaires), la gestion des déchets (28 %), la gestion des transports de voyageurs (20 %) et la gestion énergétique (17 %).

### • Le secteur

Le marché subit actuellement la baisse de la consommation d'eau et surtout la réduction de la production de déchets des entreprises. Ainsi le chiffre d'affaires de Suez Environnement a baissé de 2,7 % sur les trois premiers mois de l'année, du fait de l'impact des fermetures d'usines sur l'activité de traitement et recyclage de déchets industriels et commerciaux. Le secteur pâtit également de l'ef-

fondrement des prix de vente des matières recyclées (papier, carton, ferrailles, et plastique recyclé). Alors que les performances des groupes sont liées à l'évolution du PIB des pays dans lesquels ils sont implantés, le FMI table pour cette année sur une chute du PIB dans la zone euro et aux Etats-Unis de respectivement 4,2 % et 2,8 %.

### • La valeur dans son secteur

Leader mondial des services à l'environnement.

### • Comment suivre la valeur

Le groupe est facilement opérable du fait d'un capital éparpillé.

Surveiller les prochaines cessions qui vont permettre au groupe de réduire son endettement, ainsi que les nouveaux contrats, conclus pour plusieurs années.

Suivre l'évolution de l'activité Propreté, particulièrement touchée par la crise.

# Vinci

**FR0000125486**

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

33 930 millions d'euros au 31/12/2008 (+ 9,9 %).

### • Résultats

Le résultat opérationnel sur activité : 3 378 millions d'euros (+ 8,3 %), et le résultat net part du groupe : 1 591 millions (+ 9,4 %).

### • Prévisions

Le groupe anticipe une stabilisation des recettes de péage de ses filiales autoroutières. Par ailleurs il estime que la priorité donnée aux marges sur les volumes dans le «contracting» (regroupant les activités énergies, routes et construction) pourrait conduire à une légère baisse du chiffre d'affaires dans ces activités. L'impact de la crise devrait être limité grâce à un carnet de commandes à ses plus hauts niveaux historiques.

### • Stratégie

Vinci a construit son développement autour d'un modèle intégré de concessionnaire-constructeur. Dans un contexte très incertain, le groupe privilégie la croissance organique pour maîtriser son endettement. L'Europe reste sa cible géographique principale, même si l'entreprise cherche aussi à se développer au Moyen-Orient et en Amérique du Nord.

### • Événements financiers

L'acquisition de 17 % du capital dans le groupe d'autoroutes ASF, en 2002, a représenté une évolution majeure. En 2005, Vinci a été choisi par le gouvernement français pour acquérir la totalité d'ASF

dans le cadre de la privatisation des sociétés d'autoroutes.

En 2007 des acquisitions importantes ont été menées dans l'activité Energies, qui ont eu un impact positif sur l'année pleine en 2008. L'an passé, les principales acquisitions ont concerné Taylor Woodrow Construction, qui a permis à Vinci Construction d'atteindre une taille critique au Royaume-Uni.

L'autre opération, menée par Eurovia, a consisté en la reprise de la division de travaux ferroviaires Vossloh Infrastructure Services, renommée depuis ETF-Eurovia Travaux Ferroviaires.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Pour 2008 le groupe a présenté des résultats en accord avec les attentes des analystes, contrairement à certains de ses concurrents (notamment Eiffage). En dépit d'un contexte très tendu, Vinci propose un dividende de 1,62 euro par action en progression de 6,6 %.

Vinci devrait bénéficier des plans de relance mis en place par les gouvernements, et qui devraient soutenir son activité.

Les concessions (qui représentent 14 % du chiffre d'affaires mais 58 % du résultat opérationnel) a bénéficié d'une année record pour son développement.

La capacité de la société à finaliser le financement d'importants contrats en partenariat public-privé (PPP) dans le contexte de crise financière du second semestre 2008 confirme la robustesse de son modèle.

### • Faiblesses

Malgré un retrait de son endettement net entre 2007 et 2008 (en baisse de 0,9 milliard d'euros), la structure financière est encore fragile avec un endettement financier net de 15,4 milliards d'euros

pour des capitaux propres de 9 milliards d'euros.

Le groupe n'a pas échappé au ralentissement conjoncturel au quatrième trimestre : l'augmentation du chiffre d'affaires est inférieure à 10 % pour l'ensemble de l'année 2008 alors qu'elle était de 13,2 % sur les neuf premiers mois de l'année.

Vinci est encore très présent en France (62,6 % de l'activité à fin 2008) ce qui limite le bénéfice qu'il peut tirer du développement dans les pays émergents : l'Europe centrale et orientale, combinée avec le Moyen-Orient, représentent moins de 11 % du chiffre d'affaires.

Le capital du groupe est très morcelé car, avec un peu plus de 4 %, Financière Pinault en est l'un des principaux actionnaires. Vinci n'est donc pas à l'abri d'une OPA hostile.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Quatre pôles :

- construction (47 % du chiffre d'affaires 2008) avec Vinci Construction ;
- routes (24 %) avec Eurovia ;
- concessions (14 %) avec Vinci Concession ;
- énergies (14 %) avec Vinci Energies (et divers 1%).

### • Le secteur

Au niveau européen Moody's a abaissé les notes de solvabilité ou dégradé les perspectives de dix des onze valeurs de BTP qu'elle suit. Cette action résulte du lourd endettement de certains acteurs, suite à une stratégie de croissance externe, alors que l'environnement se dégrade. De plus, l'agence de notation prévoit que les groupes de construction vont pâtir d'une érosion de leur marge. Concernant les plans gouvernementaux mis en place pour soutenir le secteur, notamment aux Etats-Unis, ils ne devraient pas avoir d'impact positif avant fin 2009.

## • La valeur dans son secteur

Leader mondial du BTP et des concessions.

## • Comment suivre la valeur

L'activité construction du groupe est étroitement liée à la conjoncture économique et au niveau des taux d'intérêt.

La dynamique de l'activité Concessions s'inscrit, elle, dans le long terme. En partie axés sur les infrastructures, les plans de relance économique lancés dans les différents pays où intervient Vinci devraient contribuer à stimuler l'activité à plus long terme.

Le groupe dispose d'un carnet de commandes élevé (23,5 milliards d'euros), dont une large part (70 %) se traduira par un chiffre d'affaires cette année. Il est aussi en négociation sur plusieurs projets et serait sur le point de remporter une nouvelle tranche de la troisième ligne de métro du Caire, évaluée à 550 millions d'euros.

# Vivendi

FR0000127771

## ■ Performances et stratégie

### • Chiffre d'affaires

Au 31/03/2009 : 6 530 millions d'euros (+ 23,7 %).

Au 31/12/2008 : 25 392 millions (+ 17,2 %).

### • Résultats

Au 31/03/2009 : résultat opérationnel ajusté (EBITA) : 1 393 milliards d'euros, (+ 15,8 %) ; résultat net, part du groupe : 477 millions d'euros (- 14 %).

Au 31/12/2008 : résultat opérationnel ajusté (EBITA) : 4,953 milliards d'euros (+ 4,9 %) ; résultat net, part du groupe : 2 603 millions d'euros (- 0,8 %).

### • Prévisions

Le groupe a confirmé les perspectives pour l'année 2009 avec une forte croissance du résultat opérationnel ajusté (EBITA).

### • Stratégie

Elle consiste en trois points : dégager des moyens pour que Vivendi continue à se développer dans les contenus, les réseaux et l'innovation. Rémunérer les actionnaires en leur distribuant un solide dividende, tout en conservant la notation du groupe. Le troisième objectif consiste à trouver des relais de croissance, notamment à travers des acquisitions.

### • Événements financiers

En 2008, Vivendi a mené deux opérations stratégiques majeures : l'acquisition de Neuf Cegetel par SFR, créant ainsi le premier opérateur alternatif de télécommunications en Europe. Le rapprochement de Vivendi Games avec Activision pour créer

Activision Blizzard, leader mondial des jeux vidéo, a également été mis en œuvre.

## ■ Forces et faiblesses de la société

### • Forces

Les résultats du groupe sont meilleurs que ceux de ses concurrents sur le premier trimestre 2009, soulignant sa résistance à la crise économique mondiale.

Vivendi bénéficie de la prépondérance des abonnements dans ses recettes (près de 70 %) du fait de ses activités de télécoms (SFR, Maroc Télécom) et de télévision à péage (Canal+). Il bénéficie ainsi de revenus récurrents.

Sur 2009, l'entreprise devrait bénéficier des synergies liées aux acquisitions d'Activision dans les jeux vidéo et de Neuf Cegetel dans l'Internet et la téléphonie fixe. Les dirigeants prévoient une forte progression du résultat opérationnel ajusté sur l'ensemble de l'année.

Un dividende en hausse sera distribué au titre de l'année 2008 : à 1,40 euro par action, contre 1,30 euro au titre de l'exercice 2007. Il offre un rendement intéressant de 8 %.

Vivendi a une structure financière saine avec un ratio d'endettement net inférieur à 32 % fin 2008. Le cours de l'action présente un potentiel de rebond car les fondamentaux sont bons. Avec un cours qui représente moins de 7,7 fois les bénéfices attendus en 2009, la valorisation demeure attrayante.

### • Faiblesses

Sur le premier trimestre, le résultat opérationnel ajusté (EBITDA) de SFR, qui représente 44 % de l'EBITDA total du groupe, a reculé de 2,2 %.

Les positions concurrentielles de SFR, dont les marges sont déjà sous pression, seraient menacées dans le cas de l'attribution d'une quatrième licence mobile.

Le résultat net est amputé de la quote-part des intérêts minoritaires, qui représentent une part croissante du profit du groupe (42,4 % au premier trimestre 2009 contre 31,5 % au 1<sup>er</sup> trimestre 2008), notamment du fait des intérêts minoritaires d'Activision Blizzard.

Le cours de l'action a chuté de près de 30 % depuis le début de l'année, se détériorant beaucoup plus que les cours des autres acteurs européens des médias et des télécoms.

Les investisseurs craignent la dilution qui surviendrait dans le cas d'une opération de croissance externe nécessitant une augmentation de capital.

## ■ La valeur et son secteur

### • Principales activités

Télécoms (SFR+Maroc Télécoms) : 56 % du chiffre d'affaires 2008 ;

Télévision payante (Canal+) : 18 % ;

Musique (Universal Music) : 18 % ;

Jeux vidéo : 8 %.

### • Le secteur

Selon l'Arcep (Autorité de régulation des communications électroniques et des postes) le chiffre d'affaires des opérateurs de télécommunications en France s'est élevé à 44,2 milliards d'euros en 2008, enregistrant une progression de 3,6 %. Internet et la téléphonie mobile constituent les principaux moteurs de croissance du secteur, avec des chiffres d'affaires respectifs de 5,4 milliards d'euros (+ 17 %) et de 18,6 milliards (+ 5,6 %). Néanmoins, face à une activité qui paraît ralentir, les opérateurs français cherchent des relais de croissance au Maghreb. Orange pourrait remporter la troisième licence fixe et la troisième licence mobile en Tunisie. En Algérie, Orange et Vivendi souhaitent participer à la privatisation annoncée d'Algérie Télécom, qui est sans cesse reportée.

### • La valeur dans son secteur

Leader mondial de la communication : n° 1 mondial des jeux vidéo et de la musique. Leader français et marocain des télécoms, leader français de la télévision payante.

### • Comment suivre la valeur

Sur les marchés, le titre a une image de conglomérat car la part des intérêts minoritaires est importante. Ce statut explique la décote du cours.

Les analystes espèrent, depuis de nombreuses années, le rachat par Vivendi des 44 % détenus par Vodafone dans SFR, qui permettrait à l'opérateur mobile d'avoir une situation actionnariale claire, comme ses concurrents. France Télécom a ainsi racheté les minoritaires dans Orange et Bouygues détient près de 90 % du capital de Bouygues Télécom.

Dans le cadre de la stratégie du groupe visant à trouver de nouveaux relais de croissance, l'acquisition possible de Zain, l'opérateur de téléphonie mobile koweïtien, est à surveiller.