

« Comment
investir
en Bourse ?

Les sociétés du **CAC 40**



Juin 2011

BANQUE POPULAIRE
RIVES DE PARIS



Les sociétés du **CAC 40**

Nous vous présentons dans ce guide les quarante sociétés qui composent l'indice phare de la place parisienne, le CAC 40. Chaque fiche comporte les points forts et les points faibles de la société, ainsi que des conseils pour bien suivre la valeur. Un focus sur le secteur d'activité de la valeur vient compléter le

tout. Autant d'informations qui devraient vous permettre d'investir dans les « blue chips » françaises en toute connaissance de cause. Veuillez noter qu'en raison des délais de bouclage, l'actualité de certaines valeurs pourrait avoir connu de nouveaux rebondissements au moment où vous lirez ce guide.

SOMMAIRE

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

Accor

FR0000120404**■ Secteur d'activité**

Hôtellerie et Loisirs

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: -11,07%

1 an: -0,05%

5 ans: -12,17%

■ Les points forts de la valeur

- Accor est le leader européen de l'hôtellerie. Du luxe à l'économique, en passant par les haut et milieu de gamme, Accor couvre tous les segments du marché.
- Accor est désormais un « pure player » de l'hôtellerie après les cessions d'actifs non stratégiques (dont sa participation dans Lucien Barrière en mars 2011 et dans le groupe Fimalac après l'échec de l'introduction en Bourse à l'automne 2010), la scission du groupe et la cotation de la branche services prépayés (Edenred) en juillet 2010; ce recentrage autour de marques comme Sofitel, Novotel, Pullman, Mercure, Ibis ou Etap permet de mieux valoriser le groupe.
- Sa stratégie de gestion des actifs immobiliers, appelée « Asset right », démarque Accor de ses concurrents. D'ici à 2015, 80% des hôtels du groupe ne seront plus détenus en pleine propriété, mais gérés en contrat de management ou en franchise, un vrai changement de modèle économique.
- Le nouvel homme fort d'Accor, Denis Hennequin, est un expert de la franchise. Jusque-là patron Europe de McDonald's, et administrateur d'Accor depuis 2009, il a fait

ses preuves en imposant le groupe américain comme le premier restaurateur de France.

■ Les points faibles de la valeur

- Le groupe est peu diversifié géographiquement et tire plus de 70% de ses revenus de l'Europe (France incluse).
- En période de crise économique, les haut et milieu de gamme, où Accor réalise 58% de son chiffre d'affaires, sont les segments les plus touchés.
- Le nouveau groupe doit convaincre la communauté financière de sa capacité à créer de la valeur.
- Le plan Ariane 2015, qui vise à faire d'Accor le troisième groupe hôtelier mondial, est jugé très ambitieux. La question est de savoir si la conjoncture permettra de tenir ces engagements, notamment en termes de désendettement.

■ Comment suivre la valeur

- L'hôtellerie est une activité cyclique. Très présent en Europe, Accor est particulièrement sensible à la conjoncture européenne.
- Les indices sectoriels à suivre sont le taux d'occupation des hôtels et le RevPar ou revenu par chambre disponible.
- Bien que déjà opérable, Accor l'est encore plus après le recentrage sur l'hôtellerie. Le groupe peut intéresser un concurrent qui souhaiterait se renforcer en Europe sur le milieu de gamme et sur l'hôtellerie économique, où Accor est leader avec des marques comme Ibis et Formule 1.
- L'évolution du «business model» vers l'«Asset right» et la franchise devrait permettre, selon les analystes, une revalorisation du titre et une réduction de ses écarts de valorisation par rapport à ses concurrents.
- Colony Capital et Eurazeo, qui détiennent près

de 28% du capital gérés de concert, influencent la stratégie du groupe.

Le secteur Hôtellerie et Loisirs

La reprise s'éloigne pour les tour-opérateurs français, qui enregistrent une forte chute des ventes vers la Tunisie et l'Egypte. Si après les révolutions, les départs ont repris vers ces deux pays, le redémarrage est très faible. Et les reports vers d'autres destinations comme l'Espagne ou la Turquie ne permettent pas de compenser les pertes. Les voyageurs français s'attendent donc à une mauvaise année 2011. Déjà, en 2010, les baisses tarifaires ont pesé sur leurs marges. Selon une étude commandée par le Ceto, association qui réunit les grands voyageurs, la marge brute de la profession a baissé, passant de 18,3% en 2009 à 17,1% en 2010. Ce sont en partie les recettes unitaires, en recul de 1,6% en 2010 (à 961EUR par passager), qui expliquent cette érosion. La pression sur les prix (et donc sur les marges) devrait rester forte en 2011 car les acteurs, confrontés à une demande atone, seront tentés de stimuler les volumes par des prix bas.

Air Liquide

FR0000120073

■ Secteur d'activité

Chimie

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +5,24%

1 an: +20,76%

5 ans: +48,83%

■ Les points forts de la valeur

- Air Liquide est le leader mondial des gaz industriels et médicaux.
- La valeur est reconnue pour ses qualités défensives : contrats pluriannuels (de trois à quinze ans selon les secteurs) qui limitent la sensibilité au ralentissement économique et permettent de maintenir les investissements ; 80% du chiffre d'affaires réalisé soit sur des marchés défensifs, soit avec des produits peu sensibles aux cycles comme l'hydrogène ; une situation financière saine et solide ; un retour aux actionnaires garanti (dividende et attribution d'actions gratuites...).
- Le groupe met l'accent sur la santé, l'hydrogène et les économies émergentes. Ces trois domaines, ainsi que les opportunités dans l'environnement (énergie solaire...), continueront à être les piliers de la croissance future du groupe, dans un contexte de concurrence croissante des acteurs chinois et russes.
- Le géant gazier n'a pas pour habitude de décevoir les marchés. C'est l'une des valeurs favorites des petits porteurs.

■ Les points faibles de la valeur

- L'activité est fortement capitalistique.

- Le groupe doit s'adapter aux restrictions de dépenses de santé en Europe.
- En Bourse, le secteur se paye historiquement cher (en moyenne vingt fois les bénéfices). C'est le prix à payer pour ses qualités défensives.

■ Comment suivre la valeur

- Malgré son caractère défensif, les performances d'Air Liquide sont sensibles à l'évolution de ses principaux débouchés : le secteur de l'Automobile (qui influe sur l'activité de l'Industriel marchand), et celui de l'Electronique sont à surveiller.
- Les résultats sont également influencés par l'évolution des cours du pétrole du fait de ses retombées sur le coût du transport.
- L'actionnariat individuel d'Air Liquide (38%) est quatre fois supérieur à la moyenne des sociétés du CAC40, et ses actionnaires figurent parmi les plus fidèles de la cote. D'un autre côté, la dispersion du capital rend le groupe plus vulnérable à d'éventuelles OPA. Le titre Air Liquide est d'ailleurs régulièrement soutenu par des rumeurs d'une offre hostile à son encontre.

Le secteur Chimie

Pour 2011, « Année internationale de la Chimie » sous l'égide de l'Unesco, la croissance des volumes devrait se poursuivre d'après l'agence de notation Standard & Poor's. Néanmoins, il ne devrait pas y avoir de hausse massive de la production et les marges devraient rester inférieures à celles de 2010. En France, la production devrait s'accroître de 3% cette année, après une progression estimée à 10% en 2010. L'Union des industries chimiques (UIC) insiste sur le fait que l'évolution des secteurs de l'au-

tomobile et de la construction sera déterminante cette année. L'envolée des cours du pétrole n'arrange rien, en menaçant la rentabilité des chimistes. L'UIC indique que c'est surtout la volatilité des prix qui pénalise les acteurs, tenus constamment en alerte pour déterminer les tarifs de leurs produits finis, tarifs qui ne peuvent être ajustés instantanément. Une hausse de 10% du cours du baril de pétrole pendant un an représente un coût supplémentaire de 1,5 MdEUR pour la chimie française.

Alcatel-Lucent

FR0000130007

■ Secteur d'activité

Équipementiers télécom

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +99,04 %

1 an: +81,55 %

5 ans: -61,36 %

■ Les points forts de la valeur

- Alcatel-Lucent est le leader mondial des équipements télécoms. 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.
- Les dirigeants actuels d'Alcatel-Lucent, arrivés mi-2008, sont appréciés par le marché. Serge Tchuruk puis Patricia Russo avaient perdu la confiance des investisseurs après de nombreux avertissements sur résultats.
- Le groupe a réalisé l'essentiel de sa restructuration et peut désormais se concentrer sur sa croissance.
- Alcatel-Lucent conserve un bon potentiel d'innovation avec un budget de R & D parmi les plus élevés du secteur. Il propose déjà des solutions pour déployer l'Internet mobile, considéré comme le nouveau relais de croissance pour les télécoms du XXIe siècle. Le nouveau management concentre ses efforts sur le «high leverage network» afin d'améliorer les réseaux des opérateurs.
- Alcatel-Lucent gagne des parts de marché dans les réseaux mobiles.
- Le groupe réalise environ 30% de son activité

aux Etats-Unis où les opérateurs télécoms sont en phase de réinvestissement.

- La Chine constitue un important relais de croissance. Le groupe est le premier équipementier occidental en Chine via sa co-entreprise avec le gouvernement local, Alcatel-Lucent Shanghai Bell.

■ Les points faibles de la valeur

- Alcatel-Lucent évolue dans une industrie ultra-concurrentielle où les prix sont tirés vers le bas, notamment par les équipementiers chinois. Cela pèse sur ses marges et menace sa capacité bénéficiaire.
- Le groupe ne cesse d'enregistrer des dépréciations d'actifs depuis sa fusion fin 2006 avec Lucent et, en conséquence, des pertes. Cette opération n'a jamais convaincu les investisseurs.
- Les résultats ressortent très souvent inférieurs aux attentes des analystes financiers.
- La situation financière du groupe est source d'inquiétude. Des rumeurs d'augmentation de capital pèsent régulièrement sur la valeur.
- Les dirigeants ne peuvent dire quand l'entreprise pourra verser à nouveau des dividendes.
- La situation au Japon, avec la paralysie de nombreuses chaînes de production, notamment de composants électroniques suite au tsunami, pourrait venir peser sur l'activité d'Alcatel-Lucent.
- La valeur est très volatile et reste donc réservée aux investisseurs amateurs de sensations fortes.

■ Comment suivre la valeur

- Hormis la conjoncture boursière, le rebond du titre dépend du retour à une croissance rentable. Les prochaines publications trimestrielles seront à ce titre déterminantes.
- La valeur est très sensible à la parité euro/

dollar ainsi qu'à la conjoncture américaine, et ce depuis la fusion entre Alcatel et Lucent.

- Surveiller la santé des opérateurs télécoms est indispensable pour évaluer comment se porte la demande d'infrastructures auprès des équipementiers.
- L'évolution de l'industrie des composants est également primordiale. Les pénuries influent sur l'activité de l'équipementier.
- Les résultats et perspectives des concurrents directs d'Alcatel, notamment Cisco, peuvent aussi influencer sur la valeur.
- Surveiller le développement en Chine, qui représente un enjeu majeur. Le groupe fait aussi régulièrement l'objet de rumeurs de rachat par un groupe chinois.
- L'évolution des parts de marché d'Alcatel-Lucent sur de nouveaux segments porteurs, comme l'optique terrestre (via l'offre 100 G), le «backhaul» (via l'offre Ethernet) et l'accès dans les réseaux mobiles (efforts en 3G et 4G actuellement), est également à suivre.

Le secteur Equipementiers télécom

L'industrie du téléphone mobile poursuit sa course incessante dans le domaine de l'innovation. Le paiement sans fil via mobile, permis par la « communication en champ proche » ou NFC (« Near Field Communication »), devient la technologie d'avenir. Au dernier Salon mondial du mobile de Barcelone, Samsung a présenté deux smartphones utilisant cette technologie, le Galaxy SII et le Wave 578. Quant à RIM, il va lancer ses BlackBerry NFC cette année, de même que LG et Nokia. Selon le cabinet iSuppli, le nombre de téléphones NFC devait quadrupler d'ici à 2014, passant de

52 millions, soit 4 % des appareils vendus, à 220 millions (13%), ce qui va permettre l'essor du marché du paiement mobile. Ce dernier devrait bondir de 30 MdUSD en 2012 à 110 MdUSD en 2014. Autre évolution: le développement du premier smartphone console de jeux vidéo. Sony va prochainement lancer son PlayStation Phone, permettant de jouer sur son téléphone comme sur sa console de jeux. Ce téléphone est équipé d'une manette coulissante sous le capot.

Alstom

FR0010220475

■ Secteur d'activité

Biens d'équipement

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +22,07%

1 an: -1,28%

5 ans: +18,40%

■ Les points forts de la valeur

- La qualité du portefeuille de clients d'Alstom est excellente: les entreprises publiques et les opérateurs privés de grande taille représentent 80% des clients de la branche Power et 90% de celle du secteur Transport. Ces proportions limitent la sensibilité d'Alstom à des difficultés de paiement et de financement de projets.
- Sur le long terme, le groupe évolue dans un secteur en croissance, dopé par les besoins en infrastructures des pays émergents et de modernisation dans les pays occidentaux. Bien que certaines dépenses aient été reportées à court terme, les besoins en infrastructures restent importants dans le monde.
- En reprenant une partie des activités d'Areva T&D, Alstom se diversifie dans la transmission d'électricité (très haute et haute tension), complète ses deux autres activités (Power & Transport) et peut rivaliser avec Siemens et ABB.
- Pour accompagner sa stratégie de croissance organique à long terme, le groupe va maintenir un niveau élevé d'investissements et de dépenses en R & D.
- La situation financière est très saine.

■ Les points faibles de la valeur

- Les effets des retournements économiques se manifestent avec du retard dans les comptes du groupe de transport et d'énergie.
- Le débat sur la sûreté nucléaire après la catastrophe survenue dans la centrale japonaise de Fukushima pourrait peser sur la valeur; Alstom est en effet engagé dans la rénovation de parc nucléaire.
- Même si les appels d'offres sont actuellement nombreux, ils se concrétisent lentement, voire pas du tout. Le carnet de commandes représente encore deux ans d'activité mais se dégrade.
- La concurrence chinoise s'intensifie dans les différents métiers d'Alstom, ce qui pèse sur les marges.
- Les marchés publics des transports et des infrastructures énergétiques subissent les effets du nécessaire désendettement en cours dans les pays occidentaux, qui représentent près de 55% des commandes d'Alstom.
- Le processus d'intégration d'une partie des activités d'Areva T&D va être long.
- Même si les perspectives de long terme de la transmission restent favorables, en raison de l'accroissement de la demande d'énergie dans le monde, ce marché est également caractérisé par une augmentation de la concurrence et une pression sur les prix.

■ Comment suivre la valeur

- Le cours de l'action pâtit régulièrement du caractère cyclique de l'activité des 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.
- L'attention devra également se porter sur le processus d'intégration d'Areva T&D.

- Le débat sur la sûreté nucléaire est à suivre.

Le secteur Biens d'équipement

Fitch Ratings a récemment estimé que les perspectives de crédit du secteur européen des biens d'équipement sont stables. Plusieurs facteurs compenseront l'impact négatif de la hausse des coûts: la demande croissante des pays émergents, de meilleures capacités d'utilisation et une rationalisation des charges. L'agence de notation met néanmoins en évidence certaines sources d'incertitudes, en particulier la volatilité des taux de change et les aléas macroéconomiques. Les acteurs suivent en effet avec attention l'évolution des cours de leurs matières premières pour les répercuter le plus rapidement possible. Chez Alstom, les prix finaux des contrats sont réévalués en fonction de l'évolution des prix des composants, ces derniers représentant entre 5 et 10% des prix de vente. Schneider Electric estime, de son côté, que le renchérissement des cours des métaux devrait lui coûter 250 MEUR en 2010. Le groupe espère que l'environnement sera plus favorable à des hausses de prix en 2011. Ceux-ci devraient augmenter de 1% en moyenne. Des hausses de tarifs sont également à prévoir chez Legrand.

ArcelorMittal

LU0323134006

■ Secteur d'activité

Métallurgie

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: -13,00%

1 an: -16,50%

5 ans: -18,46%

■ Les points forts de la valeur

- ArcelorMittal est le n°1 mondial de la sidérurgie. C'est un acteur global présent à la fois dans l'extraction minière et dans la distribution des produits sidérurgiques, ce qui lui confère un avantage concurrentiel conséquent.
- La forte intégration verticale du groupe est considérée comme un atout par les analystes financiers.
- Le groupe opère un recentrage stratégique sur les pays émergents, Brésil et Inde en tête, ainsi que sur les activités minières (activités en amont).
- La scission de son activité Acier inoxydable (cotée en Bourse depuis début 2011 sous le nom d'Aperam) améliore son statut boursier.
- ArcelorMittal a rassuré la communauté financière sur son endettement et sa réactivité pour adapter son outil de production.
- La reprise le 29 novembre 2010 du programme des rachats d'actions, et ce jusqu'au 1er décembre 2011, pour un montant pouvant aller jusqu'à 6% du capital, va mécaniquement soutenir le cours de Bourse. Cette décision rassure également sur la solidité du bilan du groupe.
- Compte tenu des efforts effectués sur les

coûts, l'effet de levier sur les résultats sera très important en phase de reprise de l'activité. Le titre est un bon sous-jacent pour jouer la reprise de l'économie mondiale, en particulier celle des pays émergents.

■ Les points faibles de la valeur

- Les résultats du groupe sont très volatils.
- La faiblesse de la reprise en Europe pèse sur le cours d'ArcelorMittal.
- Les surcapacités industrielles en Europe et aux Etats-Unis pèsent sur les prix de l'acier.
- Le retour aux niveaux d'activité atteints avant la crise est prévu au plus tôt en 2012 ou 2013. La prudence reste donc de mise, d'autant que la croissance chinoise décélère. Or, la Chine représente 40% de la consommation mondiale d'acier.
- L'un des défis est de répercuter la totalité des hausses de coûts sur les clients.
- La mise en place d'un nouveau mécanisme de fixation des prix, trimestriel et non plus annuel, menace les marges, selon les analystes.

■ 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 fer, qui représente environ 30% des coûts d'achat des producteurs d'acier.
- Le groupe met en avant son activité minière et espère ainsi redynamiser son cours en Bourse. Les résultats de cette activité seront présentés séparément à compter du premier trimestre 2011.

- La politique d'acquisition du groupe, notamment dans le minerai de fer, est à suivre.

Le secteur Métallurgie

Dans une récente étude, le cabinet de conseil Ernst & Young prévoit que, cette année, la Chine et l'Inde domineront les fusions-acquisitions dans le secteur des mines et métaux. En 2010, leur valeur sur le marché a bondi de 89%, à 113,7 MdUSD. Et 43% du total de ces acquisitions ont été effectués par des sociétés issues des pays émergents. Le fait nouveau est que l'Inde a été très active. Le pays, qui a des besoins énormes, notamment en charbon est passé de la quatorzième à la septième place du classement d'Ernst & Young des pays les plus actifs en termes de fusions-acquisitions, la Chine étant tombée à la quatrième place. Cette année, les deux pays devraient s'affronter, en particulier en Afrique, même dans des zones à risques (telles que le Zimbabwe). Ces deux pays ne seront pas les seuls à s'intéresser au Continent africain. Ils devront compter avec leurs concurrents latino-américains, dont les transactions ont bondi de 97%, à 24 MdUSD en 2010.

Axa

FR0000120628**■ Secteur d'activité**

Assurance

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +22,21%

1 an: +2,11%

5 ans: -47,93%

■ Les points forts de la valeur

- Le groupe d'assurances bénéficie de solides positions concurrentielles à travers le monde.
- La nouvelle organisation globale en vie, épargne, retraite et dommages doit dégager des synergies.
- Le groupe se concentre sur l'optimisation de ses marges sur toutes les lignes de métiers avec un accent sur les activités mieux margées en assurance-vie. Axa a donc fait le choix, certes tardif, de se concentrer davantage sur la rentabilité que sur la croissance.
- Axa s'est délestée d'activités peu rentables et acquises au fil du temps à un prix excessif.
- Après s'être développé en Amérique du Nord et en Europe, le groupe redouble d'efforts pour se faire connaître davantage dans les pays émergents.
- Après plus d'un an de transactions et six ans après un premier échec, le rachat des minoritaires d'Axa APH (Asie-Pacific Holdings) semble enfin en bonne voie. Cette opération vise à renforcer la présence du groupe dans la zone Asie.
- Axa a un actionariat stable, composé à près de 68% d'investisseurs institutionnels.

■ Les points faibles de la valeur

- L'année 2010 a été marquée par un certain nombre de déceptions sur les activités d'Axa, conduisant le marché à s'interroger sur les choix stratégiques passés et sur la capacité du management à impulser les changements nécessaires. La communication du groupe est mal perçue par les investisseurs.
- La forte exposition d'Axa aux obligations (81%, dont la moitié en titres d'Etat) pèse sur le cours de Bourse, en raison des inquiétudes sur la dette souveraine en zone euro. En outre, les plus-values latentes du groupe sur la part en actions baissent en cas de chute des marchés.
- Le titre se traite toujours avec une décote significative sur ses principaux concurrents assureurs généralistes.
- Certains analystes s'inquiètent des conséquences pour Axa de l'entrée en vigueur de Solvabilité II, début 2013. Ce régime prudentiel, qui s'appliquera aux assureurs européens, pourrait fragiliser Axa, qui est l'un des assureurs détenant le montant le plus élevé d'actifs incorporels. Il ferait donc partie des acteurs nécessitant le plus de capital supplémentaire.

■ Comment suivre la valeur

- En tant que valeur financière, Axa est, depuis la crise des subprimes en 2008, très volatile en Bourse, comme l'ensemble du secteur.
- Les performances du groupe sont particulièrement sensibles à l'évolution des marchés financiers et des taux d'intérêt, en raison de l'activité d'assureur qui consiste à encaisser les primes pour les investir ensuite, après déduction des réserves. La remontée des taux longs devrait être favorable à l'assureur.
- Axa présentera son plan stratégique «Ambition

Axa» dans le détail le 1er juin 2011, avec l'opportunité de regagner la confiance du marché quant aux perspectives à moyen terme du groupe.

- L'insolvabilité est le principal risque auquel sont confrontés les assureurs, tout comme le manque de liquidités pour les banques.
- Axa est également soumis aux 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.
- La mise en place de Solvency II est à suivre de près.

Le secteur Assurance

En 2005, l'ouragan Katrina avait déjà coûté plus de 60 MdUSD aux assureurs, mais les catastrophes en chaîne survenues au Japon devraient certainement dépasser ce chiffre et constituer un nouveau record historique. L'agence de notation Fitch considère qu'un coût de 50 MdUSD correspond, pour le secteur, à une destruction de capitaux propres inférieure à 10%. L'exposition cumulée des réassureurs Munich Ré, Swiss Re, Hannover Re et Scor atteint pour le moment 2,8 MdEUR. Un bilan provisoire... Si les prix de la réassurance avaient globalement été orientés à la baisse lors des renouvellements début 2011, les renouvellements de contrats de réassurance du marché japonais, qui interviennent traditionnellement début avril, devraient entériner des hausses de tarifs. Certains experts considèrent même que cette tendance haussière pourrait concerner l'ensemble du marché

mondial, affecté en 2011 par d'autres grandes catastrophes naturelles (le séisme en Nouvelle-Zélande, les inondations et le cyclone en Australie).

BNP Paribas

FR0000131104

■ Secteur d'activité

Banque

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +12,27%

1 an: +2,20%

5 ans: -26,43%

■ Les points forts de la valeur

- BNP Paribas est devenue une véritable banque européenne depuis le rachat de Fortis et la première banque de dépôt du Continent. Avec deux marchés domestiques en plus, le groupe a 540 MdEUR de dépôts, soit la base la plus importante de la zone euro. Il devient aussi n°1 en banque privée et n°4 en gestion d'actifs pour la zone euro.
- Ce leadership lui permet de bénéficier d'une situation de liquidité favorable et d'être peu dépendant du marché interbancaire.
- BNP Paribas fait partie des groupes bancaires de taille mondiale qui ont le mieux traversé la crise.
- Le modèle économique de BNP Paribas repose sur un juste équilibre entre banque de détail, banque d'investissement et gestion d'actifs.
- Anticipant le nouveau cadre réglementaire Bâle III, le groupe a pris soin d'augmenter ses fonds propres, afin d'éviter notamment une augmentation de capital.
- Le groupe redistribue environ un tiers de ses résultats en dividendes.

■ Les points faibles de la valeur

- Bien que sortie renforcée de la crise, par com-

paraison aux autres acteurs du secteur, le titre de la banque est très volatil en Bourse, à l'image de l'ensemble du secteur financier depuis 2008.

- Les inquiétudes sur le secteur sont persistantes. Même si les règles annoncées par le Comité Bâle III mi-septembre 2010 ont soulagé, avec des ratios prudentiels dans le bas de la fourchette des attentes, les marchés s'interrogent sur la validité des « stress tests » (tests de résistance) menés en Europe. Certains estiment qu'ils minimisent le risque pris par certaines institutions.
- Les inquiétudes sur la dette souveraine des Etats périphériques de la zone euro pèsent également sur la valeur. Mais les engagements commerciaux de BNP Paribas en Grèce et son exposition à la dette du pays sont très limités par rapport à la taille de la banque.
- La banque ne souhaite pas modifier son « mix business » en faveur des pays émergents.

■ Comment suivre la valeur

- Le retour sur fonds propres (ROE), qui mesure la rentabilité des banques, est l'un des ratios clé du secteur.
- En tant que valeur financière, le titre est influencé par une série d'éléments: les taux d'intérêt dont l'évolution dépend des politiques monétaires (notamment des banques centrales européenne et américaine); l'état des Bourses mondiales, qui influencera ses activités de banque de financement et d'investissement et de gestion d'actifs; les niveaux de consommation et d'épargne des ménages qui auront un impact sur les performances de la banque de détail.
- Le coût du risque reste à surveiller.
- Surveiller également la mise en place du dispositif Bâle III qui oblige les banques à augmenter

leurs fonds propres pour résister aux crises. Le Comité exige que les établissements financiers affichent, d'ici au 1er janvier 2019, un ratio de solvabilité TIER1 (le noyau dur des capitaux propres des institutions financières) d'au moins 4,5 %, contre 2 % jusque-là. Un matelas supplémentaire de 2,5 % est également exigé. Ce qui porte le pourcentage total à 7 %.

Le secteur Banque

Si les banques françaises ont enregistré de bons résultats en 2010, le tableau n'est pas si idyllique pour 2011. Après avoir en moyenne abaissé d'un cran la note des banques françaises depuis le début de la crise financière, Standard & Poor's ne devrait relever aucune note dans les prochains mois. Celles de BNP Paribas et du Crédit Agricole ont même été placées sous perspective négative. Les nouvelles exigences en capital imposées par Bâle III constituent un vrai défi pour les établissements français. A l'exception du Crédit Mutuel, leurs niveaux de fonds propres se retrouvent désormais dans le bas de la moyenne européenne. Contraintes de consacrer leurs bénéfices au renforcement de leurs fonds propres, leur politique d'acquisitions risque d'être limitée à court terme. Autre source d'inquiétude: leur exposition à certains pays en difficulté, notamment la Grèce, où les banques françaises sont les plus exposées du secteur. Le Crédit Agricole est particulièrement concerné puisque sa filiale grecque Emporiki a encore creusé ses pertes.

Bouygues

FR0000120503

■ Secteur d'activité

Construction - BTP

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +4,09%

1 an: -10,88%

5 ans: -20,81%

■ Les points forts de la valeur

- La diversification de Bouygues au travers de cinq activités (Construction, Immobilier, Routes-Infrastructures, Médias et Télécoms), à laquelle s'ajoute la participation dans Alstom, permet au groupe d'être mieux armé pour résister à la crise: sa présence dans des métiers porteurs tels que la téléphonie est un atout indéniable et compense la cyclicité de la construction et l'immobilier.
- La stratégie « 4-play » de Bouygues Telecom est jugée convaincante par les analystes.
- Colas et Bouygues Construction sont chacun n° 1 mondial dans leur secteur.
- L'Asie représente 25 % de prises de commandes de Bouygues Construction. La participation dans Alstom permet également à Bouygues de profiter de la croissance des besoins énergétiques sur l'Inde et de la Chine.
- Son caractère familial assure au groupe une gestion patrimoniale prudente.
- Grâce à une structure financière saine, le groupe peut non seulement faire face à un environnement difficile mais aussi être réactif et saisir les opportunités.
- Bouygues mène une politique constante de hausse du dividende; le titre offre un rendement

attrayant de près de 5 %.

■ Les points faibles de la valeur

- Le statut de conglomérat du groupe implique une décote en Bourse.
- Bouygues Immobilier a été frappé par la crise. Les performances de Colas ont été affectées par une baisse de la demande mais aussi par le décalage des effets des plans de relance.
- Du fait d'une forte pression concurrentielle dans l'immobilier, le groupe doit faire des efforts promotionnels sur les programmes de logements dans cette division, ce qui a continué de peser sur la marge opérationnelle.
- A moins de douze mois de l'arrivée de Free en tant que quatrième opérateur mobile, le marché mobile français est entré dans une phase de sur-rechère commerciale et d'accélération de sa déflation tarifaire.
- Le groupe évolue dans un contexte réglementaire défavorable aux opérateurs des télécoms.

■ Comment suivre la valeur

- Du fait de ses diverses activités, les performances du groupe dépendent d'un certain nombre de facteurs: l'activité Construction sera influencée par l'état général de l'économie (notamment le niveau des taux d'intérêt, celui de confiance des ménages et les mises en chantier) et par les actions de relance des gouvernements.
- Dans les médias, l'évolution des recettes publicitaires sera à étudier avec attention.
- Les performances opérationnelles et boursières d'Alstom et TF1 peuvent influencer le cours de Bourse.
- Quant aux télécoms, l'évolution du contexte concurrentiel avec l'arrivée de Free est également à suivre.

Le secteur Construction - BTP

Selon certains analystes, le secteur du BTP devrait bénéficier en 2011 du niveau des taux d'intérêt et de l'attrait de l'immobilier comme valeur refuge. Les ventes de logements neufs devraient progresser de 14,6% en volume cette année. Ces prévisions rejoignent celles de l'Insee, qui anticipe pour 2011 le retour de l'investissement des ménages dans l'immobilier neuf ainsi que le développement des achats de biens d'équipement du logement. Les travaux publics reprendraient également légèrement, en dépit de contraintes budgétaires pesant sur les finances publiques, dans un contexte de future élection présidentielle. Dans le secteur du matériel de BTP, le Seimat, syndicat qui représente les importateurs de matériel de travaux publics et d'engins de levage, prévoit pour 2011 une hausse des volumes de 15% ainsi qu'une progression du chiffre d'affaires comprise entre 15 et 20% (après une hausse de 17%, à 2,1 MdEUR, en 2010).

Capgemini

FR0000125338

■ Secteur d'activité

Services informatiques

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +17,92%

1 an: +8,58%

5 ans: -9,31%

■ Les points forts de la valeur

- Capgemini bénéficie d'un statut de leader incontesté des services informatiques en Europe.
- La croissance de l'activité devrait se poursuivre en 2011, à un niveau très supérieur à celui du marché européen des services informatiques.
- Capgemini est souvent considéré comme le véhicule idoine pour jouer la reprise du secteur en raison notamment d'un mix produit plus cyclique que ses concurrents et de sa forte présence aux Etats-Unis.
- Capgemini recourt de façon croissante à l'offshoring, ce qui lui permet de proposer des prestations à moindre coût en améliorant ses marges.
- Capgemini reprend sa politique de croissance externe, en ciblant des métiers complémentaires ou des pays où le groupe est peu présent.
- La SSII confirme ses ambitions dans les pays émergents avec l'acquisition, à la fin de l'été 2010, du brésilien CPR Braxis, premier groupe du secteur dans ce pays; cette opération est un tournant.
- Capgemini mise beaucoup sur de nouvelles offres pour doper son chiffre d'affaires et sa rentabilité. En proposant à ses clients des projets plus stratégiques et intelligents, Capgemini s'assure aussi de leur fidélité.

- Sa situation financière est solide. Capgemini a toujours eu une approche prudente dans la gestion de son bilan.

■ Les points faibles de la valeur

- Les SSII sont soumises à un environnement déflationniste et à une concurrence forte de la part des grands groupes américains sur les grands projets ainsi que des petites SSII françaises pour les services informatiques de proximité.
- La présence du groupe dans les pays émergents est encore inférieure à celle des grands acteurs du secteur.
- Le mix produit de la SSII est plus cyclique que celui d'Atos et de Steria, ce qui la rend sensible aux phases de ralentissement de la demande en services informatiques.
- Les services financiers et le secteur des télécoms représentent 80% des débouchés de la SSII.
- La diversification des débouchés sur le secteur public en Europe peut se trouver contrariée par les politiques de rigueur dans ces pays.

■ Comment suivre la valeur

- Capgemini est une valeur à même de profiter de la reprise en cours du secteur, en raison d'un mix produit par nature plus cyclique qu'Atos et Steria et de sa présence aux Etats-Unis (près de 20% de ses ventes).
- 2010 a marqué le retour à la croissance des résultats; une tendance à confirmer en 2011.
- Les résultats et commentaires de l'américain Accenture sont très suivis par le marché.
- Comme pour toute SSII, les performances de Capgemini sont sensibles aux dépenses informatiques engagées dans les entreprises, aux effectifs et au niveau d'intercontrats.
- Continuer à surveiller également les acqui-

sitions. Le groupe ne cache pas vouloir se renforcer aux Etats-Unis et pénétrer le marché chinois.

- Capgemini est également une cible potentielle pour les acteurs étrangers souhaitant s'implanter en Europe (groupes indiens ou américains notamment). Les rumeurs sont récurrentes.
- Le groupe est très sensible à l'évolution de la livre sterling car il réalise une part importante de son activité en Grande-Bretagne.

Le secteur Services informatiques

Certains analystes financiers prévoient que la hausse moyenne des revenus des principales SSII européennes devrait atteindre 3,5% cette année, après une baisse de 4,1% en 2009 et de 0,4% en 2010. Cette croissance est en ligne avec les prévisions de Steria, qui table sur une augmentation de 3 à 4% de son chiffre d'affaires en 2011. Cette embellie annoncée résulterait du retour des investissements informatiques dans les entreprises, qui représentent plus de la moitié de la croissance organique des SSII. Les grands acteurs misent aujourd'hui sur le développement commercial après avoir donné la priorité à la réduction des coûts en temps de crise. Ces sociétés bénéficient également d'un environnement positif dans le secteur financier: la complexité croissante de la réglementation incite les banques et les compagnies d'assurances à recourir davantage aux SSII pour mettre en conformité leurs systèmes informatiques. Après un recul de 3% en 2009 et de 2% en 2010, les prix pourraient se stabiliser.

Carrefour

FR0000120172

■ Secteur d'activité

Distribution généraliste

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +3,24%

1 an: -13,63%

5 ans: -30,63%

■ Les points forts de la valeur

- Carrefour est le deuxième distributeur mondial, derrière l'américain Wal-Mart, et premier distributeur européen.
- La marque Carrefour bénéficie d'une forte notoriété.
- Lars Olofsson (précédemment chez Nestlé), à la tête de Carrefour depuis fin 2008, a imposé au groupe un virage stratégique majeur: recentrage sur la marque Carrefour et politique de prix plus bas et plus constants; changement radical de management, avec notamment l'arrivée d'un ancien de chez Tesco à la tête de la division française.
- Les activités internationales (50% du chiffre d'affaires) sont plus dynamiques et plus profitables en moyenne que celles des pays matures. A quoi s'ajoute l'effet positif de la forte appréciation des devises par rapport à l'euro.

■ Les points faibles de la valeur

- La confiance des investisseurs a été entamée par deux avertissements sur résultats en deux mois au second semestre 2010 et la contre-performance persistante des hypermarchés au Brésil.
- La future cotation de Carrefour Property, le

pôle immobilier, et l'indépendance de Dia, la branche discount, projets annoncés début mars 2011, suscitent la plus grande réserve de la part des analystes qui estiment que ces choix ne sont pas favorables au groupe: la première opération risque d'entraîner des charges opérationnelles très lourdes pour les hypermarchés européens et de renchérir le coût du crédit pour le groupe, tandis que la seconde fait sortir Carrefour d'une activité à très fort potentiel, notamment dans les pays émergents. Le fonds américain Knight Vinke, propriétaire de plus de 1% du capital de Carrefour, mènerait d'ailleurs une fronde contre ces projets et tenterait de rallier d'autres investisseurs institutionnels à sa cause. Au vu de l'accueil par le marché et de cette fronde naissante, l'approbation par l'AGM du 21 juin de ce double «spin-off» ne semble pas acquise à ce jour.

- Le départ de Jean-Martin Folz de son poste d'administrateur et de vice-président est un indice de divergence également en interne, qui soulève une fois de plus les problèmes de gouvernance chez Carrefour.
- Les difficultés des hypermarchés, dues au changement des habitudes de consommation en France, avec un attrait plus grand pour les magasins de proximité, restent l'une des principales préoccupations des investisseurs. Le nouveau format d'hyper Carrefour Planet peine à convaincre.
- Les conditions de marché sont structurellement difficiles en France (forte présence des indépendants/franchisés), en Belgique (présence marquée des discounters) et en Italie (prédominance du commerce traditionnel), qui sont trois des principaux marchés du groupe.
- Certains se demandent également si la stratégie consistant à pratiquer des prix plus

bas ne va pas peser sur sa solidité financière. La dette nette du groupe s'est déjà nettement alourdie à près de 8 MdEUR en 2010.

- Le poids des pays émergents dans le chiffre d'affaires de Carrefour est beaucoup plus faible que celui constaté chez Casino.

■ Comment suivre la valeur

- La consommation de produits alimentaires est traditionnellement peu cyclique, mais les habitudes de consommation ont fortement évolué ces dernières années.
- Toutes les crises alimentaires auxquelles le public est de plus en plus sensible sont susceptibles de peser sur les ventes (vache folle, grippe aviaire, mais transgénique).
- Le redressement de la rentabilité, objectif n°1 de la direction, est à surveiller. 2011 sera à ce titre un exercice clé.
- A suivre également le déploiement des Carrefour Planet, tout nouveau concept d'hypermarchés visant à reconquérir la clientèle.
- Les actionnaires de référence (Groupe Arnault et Colony Capital) exercent une forte pression sur la stratégie du groupe. La décision surprise de se retirer de Russie, deux mois seulement après l'ouverture de deux hypers, leur est attribuée.

Le secteur Distribution généraliste

Le «drive» constitue un nouveau relais de croissance pour les distributeurs français. Cette formule consiste, pour le client, à commander sur Internet puis à aller chercher ses produits soit sur un site mitoyen de la grande surface, soit dans un entrepôt indépendant. Les spécialistes estiment que ce créneau devrait peser 3% des ventes

des distributeurs en 2015. Auchan en a été le pionnier en 2006. Il dispose aujourd'hui de 31 Auchan Drive et de 28 Chronodrive, entités qui ne jouxtent pas un magasin et qui sont gérées par une structure juridique indépendante. Il souhaite en ouvrir dix en 2011. Le réseau le plus important (230 unités) est détenu par Système U. Chez Leclerc, le «drive» pèse 65 unités et représente 2% des ventes. Mais le distributeur vise 400 unités en 2015, pour 1,1 MdEUR de chiffre d'affaires. A cette date, il espère ainsi que son parc sera quasiment équivalent à celui de ses hypermarchés. Casino a également l'objectif de couvrir rapidement la totalité de son parc de 115 hypermarchés. Carrefour vient de se lancer dans la bataille en ouvrant son premier Drive à Nantes en janvier dernier.

Crédit Agricole

FR0000045072

■ Secteur d'activité

Banque

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +17,00%

1 an: +0,59%

5 ans: -65,76%

■ Les points forts de la valeur

- Crédit Agricole jouit de fortes positions en France et en Europe. Le groupe est n° 1 de la banque de proximité en France, 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 n° 11 en Europe) en assurance.
- Son portefeuille d'activités est relativement équilibré, ce qui limite les risques.
- Le groupe est bien capitalisé et une augmentation de capital ne devrait pas être nécessaire, même avec la nouvelle régulation Bâle III qui oblige les banques à augmenter leurs fonds propres pour résister aux crises. Le Comité exige en effet que les établissements financiers affichent, d'ici au 1er janvier 2019, un ratio de solvabilité TIER1 (le noyau dur des capitaux propres des institutions financières) d'au moins 4,5 %, contre 2 % jusque-là. Un matelas supplémentaire de 2,5 % est également exigé. Ce qui porte le pourcentage total à 7 %.

■ Les points faibles de la valeur

- La banque est très volatile en Bourse depuis 2008, à l'image de l'ensemble du secteur financier.

- Les inquiétudes sur le secteur n'ont pas encore disparu. Même si les règles annoncées par le Comité Bâle III mi-septembre 2010 ont soulagé, avec des ratios prudentiels dans le bas de la fourchette des attentes, les marchés s'interrogent sur la validité des «stress tests» (tests de résistance) menés en Europe. Les marchés attendent également des signes plus tangibles d'entente politique au sein de la zone euro concernant le problème de la dette souveraine des Etats membres.

- Crédit Agricole est l'une des banques françaises les plus exposées à la crise grecque, à travers sa filiale Emporiki, dont elle détient 86,5 % du capital. Cette filiale, qui ne représente qu'environ 3 % de ses revenus mais près de 15 % de son coût du risque, empoisonne son image. Le retour à la rentabilité n'est pas attendu avant 2012.

- La banque est également exposée au risque de contagion de la crise grecque au Portugal, de par sa participation de 23,9 % (directe et indirecte) dans Banco Espírito Santo, troisième banque portugaise.

■ Comment suivre la valeur

- Les valeurs bancaires sont considérées comme des titres «value» depuis les effets de la crise financière.
- Suite à la nouvelle stratégie de la direction, le modèle de banque universelle devrait être abandonné.
- Le retour sur fonds propres (ROE), qui mesure la rentabilité des banques, est l'un des ratios clés du secteur.
- En tant que valeur financière, le titre est influencé par une série d'éléments: les taux d'intérêt dont l'évolution dépend des politiques monétaires (notamment des banques centrales

européenne et américaine); l'état des Bourses mondiales qui influencera ses activités de banque de financement et d'investissement et de gestion d'actifs; les niveaux de consommation et d'épargne des ménages qui influenceront sur les performances de la banque de détail.

- Le coût du risque reste à surveiller.
- Surveiller la réduction de la participation dans Intesa Sanpaolo.
- Suivre le rétablissement de la structure de bilan de la filiale Emporiki, très compromis avec la crise grecque.

Le secteur Banque

Les banques françaises ont quasiment retrouvé leur niveau de bénéfices d'avant la crise financière. Les cinq grands réseaux (BNP, Société Générale, Crédit Agricole, BPCE, Crédit Mutuel) ont affiché un bénéfice cumulé de 21,3 MdEUR l'an dernier, contre 9,6 MdEUR en 2009. Le remboursement des prêts accordés par l'Etat témoigne de cette santé retrouvée. Sur le plan européen, la reprise a autorisé le redressement de plusieurs acteurs. UBS, qui a perdu près de 30 MdCHF entre 2007 et 2009, est redevenu leader sur son marché domestique après avoir été détrôné par Crédit Suisse. En Allemagne, Commerzbank a réalisé ses premiers bénéfices depuis 2007. En France, BPCE, né de l'union des Caisses d'Épargne et des Banques Populaires, a multiplié par sept son résultat net en 2010. Néanmoins, les établissements bancaires européens qui se portent bien côtoient ceux qui sont encore fragiles. En Grande-Bretagne, les bénéfices élevés dégagés par Barclays et HSBC contrastent avec le faible profit de Lloyds

Banking Group et les pertes subies par Royal Bank of Scotland. En Espagne, BBVA et Santander ont enregistré de bonnes performances alors que les caisses d'épargne sont soumises à d'importantes restructurations. L'agence de notation Moody's a baissé la note de la dette senior de trente établissements financiers espagnols. Les perspectives sont négatives pour la plupart des établissements notés.

Danone

FR0000120644

■ Secteur d'activité

Agroalimentaire

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +4,76%

1 an: +11,21%

5 ans: -0,44%

■ Les points forts de la valeur

- Danone est un acteur majeur de l'industrie alimentaire mondiale: il est 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.
- Grâce à l'acquisition en 2007 du néerlandais Numico, Danone a intégré deux métiers orientés santé et en forte croissance, la nutrition médicale et la nutrition infantile.
- Danone fait preuve d'un 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.
- Le groupe est parvenu à relancer les volumes et à renouer avec la croissance en ajustant ses tarifs segment par segment et pays par pays.
- Danone dégage une croissance interne structurellement supérieure de 1 à 2% par rapport à celles de ses pairs.
- La forte exposition aux pays émergents (55% de son activité actuellement et 65% attendus d'ici à 2015) assure au groupe une bonne dynamique de croissance et compense l'atonie de l'Europe.
- Avec un flottant de plus de 70% et en l'absence d'un actionnaire de référence, Danone

est potentiellement opérable et présente donc un intérêt spéculatif en Bourse dans un secteur en pleine consolidation.

■ Les points faibles de la valeur

- Les tendances de consommation en Europe restent incertaines en sortie de crise.
- L'objectif d'une stabilité de la marge opérationnelle en 2010 a déçu les investisseurs.
- Les difficultés structurelles du pôle Eaux (16% du chiffre d'affaires) se poursuivent.
- Le groupe ne lancera pas en France Densia, un yaourt censé solidifier les os. C'est un nouvel échec après celui d'Essensis, yaourt censé, lui, donner une belle peau; le groupe avait par ailleurs dû renoncer à mettre en avant les bénéfices supposés pour la santé d'Activia et d'Actimel.
- La conquête des pays émergents est difficile et concurrentielle: au conflit avec le chinois Wahaha s'est ajoutée la rupture du joint-venture avec l'indien Wadia. Plus généralement, les partenaires de Danone développent progressivement leur propre activité et des marques locales sur leur marché domestique mais également à l'étranger.

■ Comment suivre la valeur

- Danone est une valeur défensive du fait de son activité. Néanmoins, la concurrence des MDD (marques de distributeurs) est forte.
- Depuis la levée de 3MdEUR au printemps 2009, les investisseurs s'interrogent régulièrement sur l'utilisation que va en faire la société.
- Le groupe n'exclut pas des acquisitions de taille modeste dans les secteurs du médical, de la nutrition infantile ou des produits laitiers pour dynamiser sa croissance, notamment dans les pays émergents.

- Le groupe a de nouveau démenti fin 2010 les rumeurs de cession de son pôle Eaux, dont font partie Evian et Badoit.
- La sortie de nouveautés en 2011 (en Bio notamment) pourrait donner un nouvel élan, mais il est encore trop tôt pour l'intégrer dans les prévisions de résultats.

Le secteur Agroalimentaire

L'envolée du prix des matières premières est le principal défi à relever par les industriels en 2011. Nestlé estime que cette tendance entraînera des coûts supplémentaires à hauteur de 2,5 à 3MdCHF en 2011. Plusieurs leviers d'action existent. Danone a ainsi annoncé, pour la France, une hausse du prix de ses yaourts comprise entre 2 et 2,5%. Nestlé va, lui, revoir les formulations de certains produits afin de réduire la proportion des matières premières dont le coût s'accroît. Les réductions de coûts représentent un autre levier d'action. Le groupe suisse a déjà réalisé l'an passé des gains d'efficacité opérationnelle de plus de 1,5MdCHF. Mais les plus petites structures, qui disposent d'une marge de manœuvre plus limitée, sont moins bien loties. Bonduelle anticipe un recul de son résultat opérationnel pour l'exercice 2010-2011, clos fin juin, même si celui-ci s'annonce moins important qu'initialement anticipé. Le renchérissement des cours des principales céréales va peser sur sa rentabilité.

EADS

NL0000235190**■ Secteur d'activité**

Aéronautique - Défense

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +18,98%

1 an: +49,82%

5 ans: -30,44%

■ Les points forts de la valeur

- EADS est le n°1 européen et le n°2 mondial de l'industrie aéronautique, spatiale et de la défense.
- La principale filiale du groupe, Airbus, est leader mondial de l'aéronautique civile.
- EADS bénéficie d'un carnet de commandes très élevé, l'équivalent de presque dix ans de chiffre d'affaires.
- Le succès commercial de l'A380 est manifeste et permet à Airbus de vendre désormais l'appareil 25% au-dessus de son prix de lancement.
- Malgré l'échec sur le contrat des avions ravitailleurs américains, EADS est désormais un acteur que le ministère de la Défense américain ne peut ignorer. Le groupe devrait en tirer les fruits à court terme (nouveaux contrats, procédure d'acquisition d'un groupe américain facilitée...).
- Grâce à des avances sur commandes significatives, EADS dispose d'une trésorerie importante, lui permettant d'absorber les à-coups du marché et d'envisager des acquisitions.
- Le groupe a décidé de renouer avec sa politique de distribution de dividendes (versement proposé de 0,22EUR au titre de 2010), ce qui est interprété comme un signe de

confiance dans l'avenir.

■ Les points faibles de la valeur

- EADS souffre d'un déficit de confiance auprès des investisseurs après une succession de difficultés pour exécuter ses grands programmes dans le passé; le marché applique une prime de risque encore élevée au risque d'exécution.
- La rentabilité du groupe en 2011 sera encore marquée par le poids du passé chez Airbus. L'avionneur demeure le principal sujet d'interrogations.
- Les efforts du groupe pour réussir le programme de l'A350 ont un coût qui se reflète, entre autres, dans l'augmentation des frais de R&D.
- La volatilité du dollar est une contrainte permanente.
- Son concurrent Boeing est mieux armé pour faire face à la crise de l'aviation civile du fait de son activité militaire qui représente la moitié de son chiffre d'affaires, contre environ 10% pour EADS.
- Les budgets de défense sont sous pression et pourraient affecter les résultats du groupe.
- Alors que la Chine affiche son intention de compter parmi les grandes nations aéronautiques au XXIe siècle, la pression s'accroît sur Airbus et en particulier sur sa gamme court/moyen-courrier, directement menacée par le projet d'avions chinois C919 dont le premier vol commercial est attendu en 2016. Airbus a néanmoins opté pour une remotorisation de sa gamme A320 à horizon 2016.

■ Comment suivre la valeur

- 2012 devrait être l'année du renouveau, caractérisée par une progression significative de la rentabilité du groupe. Mais cela passe imman-

quablement par le redressement d'Airbus.

- Le potentiel boursier d'EADS repose sur la poursuite de l'amélioration du secteur du transport aérien et sur la rentabilisation des grands programmes A380 et A350.
- Les performances de l'entreprise sont étroitement liées à la santé des compagnies aériennes, en raison de l'importance de l'aviation civile dans son chiffre d'affaires. La bonne santé du secteur aérien dépend, elle, de la situation géopolitique et économique mondiale, influant sur le tourisme et les voyages d'affaires, mais aussi du prix de baril de pétrole. Les prévisions de livraisons d'avions 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.
- Le groupe cherche néanmoins à limiter l'impact des fluctuations du cours du dollar par rapport à l'euro en développant sa production aux Etats-Unis pour étendre sa base de coûts en dollars. Cela lui permettrait d'accroître sa compétitivité par rapport à son concurrent Boeing.
- EADS souhaite renforcer significativement son exposition aux activités de défense au cours des années à venir.

Le secteur Aéronautique - Défense

Le marché des avions d'affaires ne devrait pas bénéficier d'une reprise cette année. En 2010, pour la troisième année consécutive, les livraisons d'avions d'affaires et de petits avions privés ont reculé de 11,4% pour une valeur de 19,5MdUSD, d'après les estimations de Gama, l'association des constructeurs d'avions privés. Compte tenu

des délais nécessaires pour ajuster la production, l'aviation d'affaires ne devrait pas revenir à son niveau précédant la crise avant 2012 ou 2013. Les compagnies aériennes chinoises vont avoir des besoins gigantesques. L'avionneur chinois Comac estime que la flotte chinoise devrait être multipliée par 3,4 dans les vingt prochaines années, passant de 1465 appareils aujourd'hui à 4912 en 2030. En 2020, le nombre de passagers transportés en Chine devrait atteindre 700 millions, contre 260 millions en 2010. De quoi limiter les inquiétudes liées à l'arrivée sur le marché en 2016 du moyen-courrier chinois, le C919 de Comac, appelé à concurrencer les avions d'Airbus et de Boeing.

EDF

FR0010242511**■ Secteur d'activité**

Service aux collectivités - Energie

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: -6,56%

1 an: -30,05%

5 ans: -36,90%

■ Les points forts de la valeur

- EDF est le leader du marché français de l'électricité et un des leaders européens de l'énergie avec de fortes positions, au Royaume-Uni et en Italie.
- Le groupe présente un beau potentiel de développement car les besoins énergétiques futurs sont énormes: à l'horizon d'une dizaine d'années, 1 milliard de personnes devraient accéder à l'électricité dans le monde.
- En mettant la main sur British Energy, EDF devient le principal acteur de la relance du nucléaire en Grande-Bretagne. Cette acquisition répond à sa volonté de devenir le premier acteur mondial dans ce domaine.
- EDF est considéré, grâce à ses filiales Edison et EDF Energy, comme un véhicule pour jouer la convergence du marché européen de l'électricité.
- EDF a mis fin à l'automne 2010 au conflit qui l'opposait à son partenaire américain Constellation Energy, alors que les marchés redoutaient une longue bataille procédurale. EDF va donc pouvoir poursuivre son développement aux Etats-Unis.
- Même si, depuis 2007, le marché français est ouvert à la concurrence, le leadership d'EDF n'est, pour le moment, pas menacé en raison de

ses prix de revient très compétitifs, grâce à ses réacteurs nucléaires.

- La cession surprise de sa participation de 45,01% dans le quatrième groupe énergétique allemand, EnBW, au Land de Bade-Wurtemberg, permet à EDF d'alléger son endettement de 7MdeEUR.

■ Les points faibles de la valeur

- L'intervention de l'Etat, qui détient près de 85% du capital d'EDF, brouille la visibilité. La décision des pouvoirs publics, début avril, de limiter la hausse des tarifs de l'électricité à 2,9% d'ici au 30 juin 2012, alors que la direction du groupe et les analystes financiers avaient établi leurs prévisions de résultats sur des hausses annuelles de 4 à 5% par an pendant plusieurs années, en est une parfaite illustration.
- Cette annonce a précipité début avril la valeur au seuil de ses plus bas historiques. La valeur est loin de son cours d'introduction de 32EUR en 2005.
- La catastrophe survenue dans la centrale de Fukushima au Japon, qui a relancé le débat sur la sûreté nucléaire, rend également la valeur volatile et très sujette aux déclarations politiques.
- La croissance externe a provoqué une forte croissance de l'endettement net.

■ Comment suivre la valeur

- EDF appartient au secteur des «utilities» (producteurs d'eau, de gaz et d'électricité), qui regroupe des valeurs considérées comme défensives.
- Les prix de l'électricité sont administrés en France et fixés par l'Etat. La hausse des tarifs est un des catalyseurs du titre. Elle permet notamment de financer les lourds investisse-

ments en cours en France.

- Les autres catalyseurs du titre sont: le plan d'amélioration de l'efficacité opérationnelle, l'intégration des acquisitions récentes et la remobilisation des équipes.
- Le projet d'acquisition des 50% du capital non encore détenus dans EDF EN, sa filiale spécialisée dans les énergies renouvelables, est à suivre. Les analystes estiment qu'une telle opération renforcerait la stratégie du «mix génération» désormais mise en avant, au détriment de celle du «mix géographique» précédemment appliquée.
- L'un des grands chantiers pour EDF réside dans l'amélioration du taux de disponibilité des centrales nucléaires, tombé au plus bas en 2009 (78%). Or, toute progression d'un point de ce taux se traduit par un excédent brut d'exploitation additionnel d'environ 200MEUR.
- Depuis le drame japonais, les centrales nucléaires européennes vont être soumises à des «stress test» visant à évaluer leur résistance en cas d'accident majeur (tremblement de terre, d'inondation, tsunami ou attaque terroriste). Les résultats et les éventuelles mesures à prendre pour EDF seront à suivre (hausse des dépenses de maintenance, durée de vie des centrales, fermeture de certains sites...).
- L'évolution réglementaire en Europe est à surveiller. En France, la loi NOME vise à établir une libre concurrence entre tous les acteurs du marché.
- Areva et EDF sont historiquement imbriqués. Areva est le premier fournisseur d'EDF et EDF son premier client. Mais leur relation n'est plus exclusive et les deux groupes sont en désaccord sur deux contrats. L'une des brouilles, dans le traitement du combustible usé, a été résolue.

L'autre, l'enrichissement d'uranium, est encore en discussion.

Le secteur Services aux collectivités - Energie

L'ouverture à la concurrence de leur marché domestique oblige les électriciens à aller chercher de la croissance à travers les acquisitions. Toutefois, compte tenu du caractère stratégique des métiers en jeu, les opérations peuvent prendre beaucoup de temps. Une période de deux ans et demi a été nécessaire pour que Suez parvienne à fusionner avec Gaz de France. Actuellement, c'est la reprise d'Edison qui pose problème à EDF. En détenant près de 50% du capital d'Edison, l'énergéticien français partage le contrôle du groupe italien avec les régies municipales de Milan et Brescia. EDF espérait prendre le contrôle opérationnel d'Edison à l'occasion de l'arrivée à échéance du pacte d'actionnaires. Ce pacte le lie à Delmi, un holding regroupant les intérêts italiens. Or, alors qu'un accord semblait se profiler, l'intervention du gouvernement italien a bloqué le projet; celui-ci a en effet adopté un texte limitant les rachats de sociétés italiennes stratégiques par des groupes étrangers dans les secteurs de l'alimentation, des télécommunications, de l'énergie et de la défense.

Essilor

FR0000121667

■ Secteur d'activité

Biens de consommation

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +16,82%

1 an: +20,08%

5 ans: +40,35%

■ Les points forts de la valeur

- Essilor est le leader mondial des verres ophtalmiques.
- Le potentiel du marché est très important: sur 4 milliards de personnes ayant besoin d'une correction visuelle dans le monde, seul 1,6 milliard la corrige.
- L'activité du groupe bénéficie également de tendances de long terme, dont le vieillissement de la population dans les pays développés et les problèmes visuels qui en résultent ainsi que la croissance des classes moyennes dans les pays émergents.
- Le groupe dispose aussi d'un portefeuille de produits innovants, dégagant une solide marge opérationnelle d'environ 18%.
- Le groupe se développe dans le milieu de gamme, segment trois fois plus dynamique que le marché dans son ensemble. Les verres à prix modéré représentent entre 150 et 200 millions de consommateurs par an et sont désormais aussi rentables que les verres haut de gamme.
- Cette stratégie dans le milieu de gamme va permettre à Essilor de se développer sur les nouveaux marchés émergents, où il accroît ses positions notamment par «maillage» au travers de partenariats.

- La structure financière, extrêmement solide, procure au groupe une grande flexibilité lui permettant de mener des acquisitions et de consolider ses parts de marché.

■ Les points faibles de la valeur

- Le titre, proche de ses niveaux historiques, est cher avec un cours qui représente près de vingt fois les bénéfices attendus sur 2011.
- Les investisseurs sont très exigeants sur les perspectives de croissance affichées par la société.
- Le rendement de l'action est faible, à moins de 2%.
- Le groupe est soumis aux effets de change car il réalise une part importante de son chiffre d'affaires en dollars.
- Le groupe est encore peu présent dans les pays émergents. Ils ne représentent que 11% du chiffre d'affaires du groupe alors qu'ils comptent déjà pour les deux tiers de la demande mondiale en volume.
- L'essor de la chirurgie ophtalmologique (qui concerne pour le moment plutôt les classes les plus aisées) pourrait venir peser sur l'activité des opticiens.

■ Comment suivre la valeur

- Apparentée 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.

Le secteur Biens de consommation

Le prix du coton hypothèque l'avenir de l'industrie textile. Depuis plus d'un an, ce prix s'est envolé de 160%, passant de 0,80 à 2,10 USD la livre. Des inondations en Inde et au Pakistan, conjuguées à une sévère sécheresse au Brésil, ont en effet réduit l'offre au point où les stocks sont à leur plus bas niveau depuis quatorze ans (soit l'équivalent de seulement quatre mois et demi de consommation). En 2011, et pour la cinquième année consécutive, la consommation de la planète devrait dépasser la production. La Fédération française de prêt-à-porter féminin relaie l'état d'incertitude de la profession pour 2011. Elle met en avant plusieurs facteurs: la hausse du coût des matières premières et des fibres chimiques, l'augmentation des coûts de production en Chine et les troubles dans les pays du Maghreb comme la Tunisie, grand producteur de textile. Les fabricants, qui ont déjà beaucoup réduit leurs marges, devraient répercuter ces hausses de coûts sur leurs prix de vente. Mais il n'est pas certain que la demande suivra...

France Télécom

FR0000133308

■ Secteur d'activité

Opérateurs télécom

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +1,12%

1 an: -3,78%

5 ans: -14,85%

■ Les points forts de la valeur

- 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.
- En 2005, le groupe a adopté une stratégie d'opérateur intégré. Depuis, il a renforcé sa présence géographique et pris les virages technologiques nécessaires pour assurer son avenir.
- Les opérateurs télécoms bénéficient de relais de croissance grâce à un développement rapide dans les pays émergents et au succès des smartphones, qui sont de gros consommateurs d'Internet mobile.
- Le redéploiement géographique dans les pays émergents permet de compenser l'atonie de la demande en Europe.
- L'opérateur pousse notamment ses pions en Afrique et au Moyen-Orient. La résolution du conflit avec Orascom est très positive car l'Égypte est l'un des marchés les plus dynamiques du continent africain. L'opérateur est également revenu sur le marché marocain, via l'achat de 40% de Meditel, n°2 de la téléphonie mobile dans ce pays. Il s'intéresse aussi au

marché irakien.

- L'action offre un rendement élevé (plus de 8%), en tête du CAC40, grâce à un dividende élevé et récurrent. Le groupe a d'ailleurs pris des engagements forts vis-à-vis de ses actionnaires en confirmant le versement d'un dividende stable de 1,40 EUR par action en 2010, 2011 et 2012.

■ Les points faibles de la valeur

- France Télécom évolue dans un cadre réglementaire défavorable, marqué par une pression accrue des instances régulatrices du secteur. La régulation a notamment entraîné la baisse des terminaisons d'appels sur les téléphones mobiles, c'est-à-dire du prix payé par un opérateur pour faire transiter un appel sur le réseau d'un autre opérateur.
- En 2010, les mesures de régulation ont eu un impact d'environ 1 MdEUR sur le chiffre d'affaires, et de 400 à 500 MEUR sur la marge brute d'exploitation.
- France Télécom est probablement l'opérateur historique le plus concurrencé en Europe sur son marché domestique et il sera confronté à une nette érosion de ses cash-flows à moyen terme.
- A moins d'un an de l'arrivée du quatrième opérateur télécom mobile Free, le marché mobile français est entré dans une phase de surenchère commerciale et d'accélération de sa déflation tarifaire.
- Les licences 4G devraient également être mises aux enchères courant 2011 et représenter pour les opérateurs des sorties de trésorerie significatives pour les financer.
- Dans un tel contexte, France Télécom ne table sur une stabilisation de ses marges opérationnelles qu'à horizon 2013.
- La branche Services aux entreprises de

France Télécom est en difficulté. Dans un contexte économique incertain, les sociétés limitent leurs dépenses informatiques et de télécommunication.

- La chaîne Orange Sports est un échec. L'opérateur se donne jusqu'en 2012 pour trouver un acquéreur pour cette entité déficitaire. Faute de quoi, il la fermera. Des discussions sont en cours avec Canal+.
- Le groupe traverse une grave crise sociale marquée par plusieurs suicides. Ce contexte social non encore apaisé limite la marge de manœuvre du groupe, tant sur le plan financier que sur celui de la communication.

■ Comment suivre la valeur

- France Télécom est considérée comme une valeur défensive et de rendement.
- Le titre est très sensible aux offensives commerciales de ses concurrents.
- Pour tenter de résoudre la crise sociale sans précédent, le groupe a présenté en juillet 2010 ses engagements et objectifs pour les cinq prochaines années. C'est le plan «Conquêtes 2015». France Telecom vise ainsi les 300 millions de clients d'ici à 2015, compte doubler le chiffre d'affaires issu des pays émergents, se fixant un montant de 5 à 7 MdEUR d'acquisitions d'ici à trois ans, et annonce le recrutement de 10 000 salariés en France sur 2010-2012.
- L'un des enjeux de France Telecom est de fidéliser les clients, en les poussant à choisir des forfaits plutôt que des cartes prépayées. Le groupe a lancé en août 2010 ses premières offres «quadruple play» (Internet, télévision, téléphonie fixe et mobile) afin de relancer son activité de fournisseur d'accès au Web.
- La stratégie de développement dans les pays émergents, notamment en Afrique et au Moyen-

Orient, est également à surveiller.

Le secteur Opérateurs télécom

Une bataille mondiale s'est engagée dans le domaine des services pour mobiles. Trois grands types d'acteurs s'affrontent: les opérateurs des télécoms, les fabricants de téléphones mobiles et les éditeurs de services Internet et mobiles. Alors que les opérateurs des télécoms bénéficient du contact avec le client final, ils craignent d'être réduits à seulement investir dans les réseaux sans en tirer les bénéfices. Pour preuve, des taux de croissance limités à 1 ou 2% par an, alors qu'Apple et Google affichent des progressions respectives de 39 et 23%. Les opérateurs choisissent donc de renforcer leur coopération, en particulier dans les applications mobiles. Selon Gartner, elles devraient représenter cette année 15,1 MdUSD, contre 5,2 MdUSD en 2010. Après avoir décidé de créer une plateforme commune, la WAC (Wholesale Applications Community), huit grands opérateurs (dont Orange, China Mobile et Vodafone) ont annoncé qu'ils y étaient désormais tous connectés. Cette plateforme, qui compte 12 000 applications, devrait s'ouvrir d'ici à la fin de l'année à huit autres opérateurs des télécoms.

GDF Suez

FR001020848

■ Secteur d'activité

Services aux collectivités

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +4,76%

1 an: +11,21%

5 ans: -0,44%

■ Les points forts de la valeur

- GDF Suez est le premier opérateur gazier en France et le deuxième producteur mondial d'électricité.
- Le rapprochement de ses activités non européennes avec celles d'International Power en fait également le plus grand exploitant de centrales électriques dans le monde.
- GDF Suez est très implanté dans les zones en forte croissance (Moyen-Orient, Amérique latine, Asie).
- La diversité de ses métiers sur l'ensemble de la chaîne énergétique, ainsi qu'un modèle économique qui combine activités régulées et concurrentielles assurent une certaine visibilité des résultats.
- Le groupe s'est fixé un plan d'investissements ambitieux, qu'il met méthodiquement en œuvre.
- Le groupe bénéficie d'un bilan solide, qui le met à l'abri de cessions d'actifs dans l'urgence ou d'opérations de recapitalisation, le point faible de beaucoup de ses concurrents.
- L'action offre un rendement élevé (environ 6%).

■ Les points faibles de la valeur

- Le groupe est très dépendant de son marché

domestique.

- L'environnement est resté difficile en 2010. En conséquence, les objectifs ambitieux qui avaient été fixés pour 2011, à savoir essentiellement un EBITDA de 17 à 18 MdEUR, ont été reportés.
- GDF Suez pâtit d'un retard dans le nucléaire par rapport à EDF, qui a quatre à cinq ans d'avance sur ses concurrents. Des rumeurs d'association avec Areva dans le domaine ont refait surface à l'automne 2010.
- Un risque politique est attaché au titre car les tarifs de gaz pratiqués par le groupe dépendent des décisions de l'Etat français.
- La valeur est à la peine en Bourse. Le secteur des « utilities » ne séduit pas les investisseurs.

■ Comment suivre la valeur

- GDF Suez fait partie du secteur des « utilities », traditionnellement sensible à l'évolution des taux d'intérêt.
- C'est une valeur considérée comme défensive, grâce à la régularité de ses résultats et à son modèle économique.
- Les performances de GDF Suez sont liées à l'évolution des prix du gaz, eux-mêmes dépendants du fioul domestique, du fioul lourd, du Brent et de la parité de change euro/dollar.
- La formule d'indexation des coûts d'approvisionnement de GDF Suez fait l'objet d'un audit régulier.

Le secteur Service aux collectivités

Les groupes français d'environnement ont enregistré de bonnes performances en 2010. Suez Environnement, le spécialiste de l'eau et du traitement des déchets, a affiché une progression de son chiffre d'affaires de 12,8%, à 13,87 MdEUR, après un recul de 0,6% en 2009. Cette bonne performance provient à la fois du gain de nouveaux contrats et des acquisitions menées. La plus significative d'entre elles est la prise de contrôle totale de l'espagnol Agbar, qui a généré une plus-value exceptionnelle. Le résultat net s'est envolé de 40,1% (à 565 MEUR). Si Veolia Environnement a enregistré une augmentation de 2,5% de son chiffre d'affaires, à 34,8 MdEUR, il n'est toutefois pas parvenu à récupérer la totalité des volumes de déchets d'avant la crise. A fin 2010, la croissance organique affichait cependant 8% et le résultat net par du groupe se maintenait à 581 MEUR. Du côté des énergéticiens, GDF Suez a, lui, changé de dimension dans l'électricité. En effet, deux ans après la fusion entre Gaz de France et Suez, le groupe français s'est emparé du britannique International Power. Cette opération fait de GDF Suez le deuxième producteur mondial d'électricité, derrière EDF. Le groupe va se renforcer aux Etats-Unis, au Moyen-Orient et en Asie.

L'Oréal

FR0000120321

■ Secteur d'activité

Luxe et Cosmétiques

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +4,22%

1 an: +10,94%

5 ans: +17,73%

■ Les points forts de la valeur

- L'Oréal est le leader mondial des cosmétiques avec 23 marques mondiales complémentaires, une distribution dans 130 pays et une activité bien répartie entre les produits grand public, de luxe, professionnels et «cosmétique active».
- Le groupe a su adapter son modèle économique à un environnement dégradé, notamment en créant de nouvelles gammes de produits à des prix attractifs.
- L'Oréal maintient des investissements élevés en recherche (3,5% du chiffre d'affaires), qui progressent en dépit de la crise.
- La marge opérationnelle a retrouvé ses niveaux records. La rentabilité du pôle Luxe s'est notamment bien redressée.
- Déjà très sensiblement implanté dans les nouveaux marchés (35% du chiffre d'affaires en 2010), L'Oréal y dispose encore d'un potentiel de développement très significatif. Près de 80% de la croissance du groupe attendue dans les prochaines années devrait provenir de ces marchés qui représentent déjà 50% du marché cosmétique mondial.
- L'Oréal veut notamment se positionner en tant que leader sur le marché chinois en plein essor.
- La plupart des nouveaux marchés dans lesquels

L'Oréal est implanté ont dépassé la taille critique, vecteur essentiel pour améliorer la rentabilité.

- La bonne structure financière du groupe lui assure la flexibilité suffisante.

■ Les points faibles de la valeur

- La valeur offre un faible rendement et se paie chère avec un PER 2011 de près de 20. Les points d'entrée sont rares pour se positionner sur le leader mondial des cosmétiques.
- L'intérêt spéculatif de la valeur est, pour l'instant, réduit par le fait que Nestlé, l'un des deux principaux actionnaires du groupe, ne peut pas augmenter sa participation et prendre le contrôle du groupe du vivant de Liliane Bettencourt.

■ Comment suivre la valeur

- Les performances du groupe sont sensibles à la consommation des ménages, elle-même liée à leur moral.
- Ses résultats sont fortement dépendants de l'évolution du cours du dollar par rapport à l'euro, mais également du réal brésilien, du peso mexicain et du yuan chinois. Le groupe réalise plus de 30% de ses ventes en dollar et devises assimilées.
- A suivre d'éventuelles opérations de croissance externe sur des cibles petites, moyennes ou grosses, pour consolider sa présence dans les pays émergents.
- La fin de la bataille judiciaire entre l'héritière du groupe, Liliane Bettencourt, et sa fille, Françoise Meyers-Bettencourt, ramène la sérénité sur la valeur. Cette réconciliation plaide pour le statu quo avec Nestlé alors que le marché avait un temps spéculé sur une cession de la participation de Françoise Meyers-Bettencourt à Nestlé.

Le secteur Luxe et Cosmétiques

Le marché de la haute joaillerie est en pleine recomposition : LVMH a acquis le n°3 mondial du secteur, Bulgari. Les descendants des fondateurs de la maison italienne vont céder leur part de 50,4% à LVMH, qui lancera ensuite, en mai, une offre sur le reste du capital de l'entreprise. Au final, l'opération devrait s'élever à près de 4,3 MdEUR : la plus importante acquisition jamais réalisée par LVMH. L'objectif du groupe est de doubler la taille de son pôle Montres et Joaillerie, qui bénéficie de marges très élevées, mais qui a encore une activité limitée comparée à celle de Richemont (Cartier, Van Cleef, Piaget, Baume & Mercier), Swatch (Breguet, Omega, Blancpain) ou Tiffany. Les analystes s'inquiètent des retombées de la catastrophe survenue au Japon. Le pays, classé n°2 derrière les Etats-Unis sur ce secteur, représentait environ 11% des ventes mondiales de produits de luxe en 2010, selon le cabinet de conseils Bain & Company. Il pèse 19% du chiffre d'affaires annuel d'Hermès, 14% du pôle Luxe du groupe PPR et 16% des ventes de LVMH.

Lafarge

FR0000120537

■ Secteur d'activité

Matériaux de construction

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +1,02%

1 an: -13,82%

5 ans: -44,61%

■ Les points forts de la valeur

- Lafarge est le leader mondial des matériaux de construction et du ciment, le n°2 des granulats et le n°3 du béton et du plâtre.
- Sa diversification géographique lui permet 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.
- Le groupe prend les mesures nécessaires pour redresser sa situation financière. Le programme de réduction des coûts, visant à réduire le poids de la dette (15 MdEUR) qui a explosé suite au rachat d'Orascom, entamé en 2010, se poursuit cette année. La réduction de la structure des coûts va conférer un effet de levier sur les résultats du groupe lors de la reprise de l'activité.

■ Les points faibles de la valeur

- Le secteur de la construction reste à la peine en Bourse. Après avoir affiché la plus forte baisse au sein du CAC 40 en 2010, Lafarge était toujours dans le rouge au premier trimestre 2011.

- Le poids de la dette reste une préoccupation majeure qui pèse sur la valeur en Bourse. La notation de la dette a été abaissée mi-mars par Standard & Poor's en catégorie «spéculative». L'accès au marché obligataire va donc être plus compliqué et, en tout état de cause, plus cher.
- Le groupe réduit le montant de son dividende pour alléger son endettement.
- La visibilité reste faible sur la reprise. Le redressement des volumes sera plus lent que prévu et interviendra au mieux en 2012.
- Le groupe poursuit la réduction de ses investissements de capacité alors que ses concurrents les ont repris. Cela risque d'hypothéquer le potentiel de gain de parts de marché du groupe à moyen terme, notamment dans les zones en forte croissance.
- Les plans d'austérité en Europe pourraient se traduire par un tassement des dépenses d'infrastructures.
- L'exposition du groupe au Moyen-Orient le rend sensible à la montée du risque géopolitique dans la région depuis le début de l'année. La visibilité sur les volumes et les prix s'en trouve limitée.

■ 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. Mais également des conditions climatiques.
- 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.
- Les marchés vont suivre avec attention le

déroulement du programme de réduction des coûts.

- Le groupe souhaite accélérer l'innovation, notamment pour répondre aux modes de construction plus durables.

Le secteur Matériaux de construction

Moody's a modifié les perspectives du secteur des matériaux de construction en Europe, en les portant de «négatives» à «stables». Cela souligne que les conditions de crédit du secteur ne devraient ni s'améliorer ni se détériorer dans les douze à dix-huit mois qui viennent. La demande semble s'être stabilisée à un faible niveau au quatrième trimestre 2010 et la reprise de la construction résidentielle devrait autoriser une hausse graduelle des volumes en 2011. Néanmoins, un biais négatif est toujours associé à cette perspective stable car des zones de fragilité demeurent au sein de certains pays de la zone euro, comme l'Espagne, l'Irlande et la Grèce. La reprise économique y est lente et la dette toujours élevée. L'agence considère donc que la demande restera sous pression dans ces zones de marché. Sur le segment du ciment, après un recul de 3% de la consommation française en volume en 2010, le Syndicat français de l'industrie cimentière (SFIC) prévoit une reprise molle cette année: elle ne devrait pas dépasser les 2%.

LVMH

FR0000121014**■ Secteur d'activité**

Luxe et Cosmétiques

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: -2,07%

1 an: +38,12%

5 ans: +44,28%

■ Les points forts de la valeur

- En tant que leader mondial du luxe et détenteur de marques fortes, comme Louis Vuitton, Dior, Givenchy et Guerlain, LVMH bénéficie de positions concurrentielles extrêmement solides à travers le monde.
- Les moyens importants dont dispose le groupe lui permettent de soutenir ses marques fortes, en particulier Louis Vuitton, qui a bénéficié, en pleine crise, d'un taux de croissance et d'une rentabilité exceptionnels.
- Avec le rachat de Bulgari début 2011, LVMH renforce nettement sa présence sur le segment « hard luxury » en doublant de taille et en s'offrant une marque emblématique en joaillerie. Le groupe va renforcer son réseau de distribution ainsi que son pouvoir de négociation face aux grossistes. Il distance ainsi Richemont et Swatch.
- Le dynamisme de la zone Asie soutient la croissance. Alors qu'en 2003, LVMH réalisait seulement 17% de ses ventes avec les pays émergents, ce montant était de 30% en 2009. 40% du chiffre d'affaires des pays émergents sont réalisés en Grande Chine (Chine Continentale, Hong Kong et Macao).
- LVMH cherche à contrôler étroitement ses

canaux de distribution.

- Le cash-flow disponible a très fortement progressé grâce à une gestion rigoureuse des stocks et à des investissements ciblés. Cette évolution permet au groupe de sensiblement améliorer son taux d'endettement (environ 20%).

■ Les points faibles de la valeur

- De nombreux investisseurs jugent que la valeur est trop chère après sa performance en 2009 et 2010. Elle marque d'ailleurs le pas sur le premier trimestre 2011.
- Les activités Vins & Spiritueux et Montres & Joaillerie sont très sensibles à la dégradation de la conjoncture.
- La reconquête des parts de marché perdues en Horlogerie par Bulgari est un défi qui prendra du temps.
- Après la prise de participation dans Hermès, le risque serait, selon certains analystes, une poursuite des acquisitions vers des cibles faisant moins de sens stratégiquement.
- Les performances du pôle Mode & Maroquinerie reposent en grande majorité sur sa marque pilier Louis Vuitton. LVMH doit donc se positionner pour assurer la croissance de ce pôle sur le très long terme.

■ Comment suivre la valeur

- En tant que leader de son secteur, la valeur se traite avec une prime en Bourse.
- LVMH réalise près de 40% de ses ventes en dollar et devises assimilées contre 10% seulement en yen et 30% en euro. C'est l'une des valeurs qui bénéficie le plus de la remontée du dollar.
- Son activité est 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 donc à étudier en détail.
- La valeur est considérée comme l'un des meilleurs véhicules cotés pour profiter de la croissance chinoise.
- LVMH a créé la surprise à l'automne 2010 en annonçant détenir 17,1% du capital d'Hermès et devenir ainsi le deuxième actionnaire du groupe familial. Il s'agit d'une opération stratégique. Car réussir à faire d'une autre de ses marques aujourd'hui en portefeuille (Céline, Fendi, Loewe) un deuxième Louis Vuitton est un challenge difficile même pour le leader du secteur. Hermès, en revanche, offre un positionnement « à part » dans l'univers du luxe et une croissance insolente.
- Il est difficile de savoir si LVMH prendra le contrôle d'Hermès et quand. Hermès a toujours clamé sa volonté d'indépendance et cherche donc à se « défendre » face à cette intrusion.
- Cette opération et celle sur Bulgari relancent également les grandes manœuvres dans le secteur du luxe.

Le secteur Luxe et Cosmétiques

L'année 2010 aura été un bon millésime pour les groupes de luxe. LVMH a battu tous ses records avec un chiffre d'affaires en hausse de 19%, pour franchir la barre des 20 MdEUR. Son résultat net a bondi de 73%, à plus de 3 MdEUR, grâce en partie à une plus-value latente de 1 MdEUR calculée sur sa participation dans Hermès. Le résultat opérationnel courant a progressé de 29%. Du fait de la reprise mondiale et de l'enrichissement

des pays émergents, les analystes tablent sur des ventes en progression de 8%, et un bénéfice opérationnel en hausse de 14% pour 2011. Son concurrent Hermès, qu'il détient désormais à 20,2%, a bénéficié d'une activité en hausse de plus de 25%, à 2,4 MdEUR. Son bénéfice net a augmenté de 46%, à 421,7 MEUR. Ces bonnes performances résultent notamment de la forte demande asiatique (chinoise en particulier) et à la dynamique des flux touristiques. Pour 2011, Hermès vise une croissance des ventes comprise entre 8 et 10%. Côté cosmétiques, L'Oréal, qui avait pâti d'une légère baisse de son activité en 2009, a renoué avec la croissance. Ses ventes ont bondi de 11,6%, à 19,5 MdEUR, grâce à un fort effet positif des taux de change. Le résultat net s'est surenché de 25%, à 2,2 MdEUR, et le résultat d'exploitation a grimpé de 18,6%, dépassant ainsi les 3 MdEUR.

Michelin

FR0000121261

■ Secteur d'activité

Équipementiers automobiles

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +23,72%

1 an: +20,91%

5 ans: +15,55%

■ Les points forts de la valeur

- Michelin est le leader mondial des pneumatiques avec environ 17% du marché mondial en valeur.
- Michelin est une entreprise bien gérée, capable de défendre ses marges grâce à une politique de prix très réactive; le groupe a notamment veillé à répercuter la hausse du prix des matières premières sur ses prix de vente.
- A cela s'ajoute un important travail pour réduire les coûts et accroître les gains de productivité.
- La marge opérationnelle ressort à 9%, un excellent niveau dans le secteur.
- Le pneumaticien dispose d'une bonne capacité de recherche et d'innovation, qui lui confère un avantage stratégique indéniable dans un contexte extrêmement concurrentiel.
- La grande partie de son activité est réalisée sur le marché des pneus de remplacement, moins cyclique que celui de première monte.
- Le groupe fait des pays émergents une priorité. Il cherche à accroître son activité dans ces zones (déjà 33% du CA) et surtout à y redéployer sa base de production industrielle (32% aujourd'hui). L'augmentation de capital réalisée en octobre 2010 vise à financer ces

développements.

- Michelin sort de la crise avec une situation financière plus solide que celle de ses concurrents.
- Michelin est l'une des sociétés préférées des actionnaires individuels.

■ Les points faibles de la valeur

- La visibilité reste faible dans l'activité Poids lourds, contrairement à celle du Véhicule de tourisme, qui bénéficie d'un rebond des remplacements de pneus.
- L'envolée des matières premières pèse toujours sur le titre, même si le groupe a la capacité de faire passer une grande partie de cette hausse en augmentations de prix pour ses clients. Par ailleurs, des hausses violentes des prix des matières premières créent un décalage défavorable entre hausse des cours et hausse des prix.
- L'exercice 2011 sera un exercice de transition avec une hausse des coûts et des dépenses d'investissement liées à la construction de quatre nouvelles usines sur les marchés émergents sans que cela se traduise en termes de revenu (démarrage des usines à partir de mi-2012).
- Michelin ne bénéficie pas de prime au leader dans son secteur en Bourse. Une partie de sa faible valorisation chronique est liée au caractère non opéable de la société du fait de son statut de commandite.
- L'augmentation de capital réalisée en octobre 2010 pour financer la stratégie de croissance du groupe dans les pays émergents n'a pas été comprise par les investisseurs et a lourdement pesé sur le titre. Elle a ravivé les craintes sur la capacité de Michelin à générer de la trésorerie.

■ Comment suivre la valeur

- En tant qu'équipementier automobile, les

performances du groupe sont étroitement liées à celles 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%.
- L'impact des investissements prévus dans les pays émergents sur les marges du groupe est à suivre.
- Il faudra suivre aussi l'évolution de la gouvernance de Michelin: le groupe en commandite devrait se rapprocher des standards des autres grands groupes en limitant à 4 ans renouvelables le mandat de ses futurs gérants. De plus, le rôle du conseil de surveillance devrait se renforcer (appréciation et approbation de la gestion du groupe), envoyant un signal positif au marché.

Le secteur Équipementiers automobiles

Les grands équipementiers français sont optimistes pour 2011 et parient sur une nouvelle amélioration de leurs performances. Plusieurs facteurs devraient autoriser cette évolution. La production automobile mondiale devrait s'accroître: de 5% estime Valeo; de 6,7% prévoit Faurecia. La demande sera tirée par l'Amérique du Sud et surtout du Nord et la

Chine. Autre tendance positive: le poids des véhicules haut de gamme devrait se renforcer. Toutefois, certains sous-traitants doivent encore réduire leurs surcapacités et atteindre la taille critique. Car à côté des grands groupes existent de nombreuses PME bien plus fragiles. Le constructeur PSA vient de créer un label «fournisseur majeur» pour inciter ses sous-traitants à se consolider et à le suivre à l'international. Cette catégorie viendra compléter les treize «fournisseurs stratégiques» du constructeur, eux fortement implantés à l'international, comme Valeo, Faurecia, Bosch ou Plastic Omnium.

Natixis

FR000012068

■ Secteur d'activité

Banque

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +12,11%

1 an: +0,80%

5 ans: -68,33%

■ Les points forts de la valeur

- Natixis a réduit son profil de risque, depuis que sa maison mère, la BPCE (née de la fusion des organes de tête des groupes Caisse d'Épargne et Banque Populaire) garantit ses actifs illiquides.
- La nouvelle direction met en œuvre un plan de recentrage sur trois métiers stratégiques: la banque de financement et d'investissement (BFI), les services financiers spécialisés et l'épargne (assurance, banque privée et gestion d'actifs). La nouvelle direction a agi rapidement sur trois fronts: la réorganisation des organigrammes et la mise en place de lignes décisionnelles plus courtes et efficaces entre la filiale et sa maison mère. le recentrage de la BFI sur une expertise clientèle et des liens étroits avec l'Etat, davantage que sur une expertise produit; la décision de se séparer d'activités non stratégiques (une cotation de la Coface serait à l'étude).
- L'un des points majeurs du plan «New Deal», à l'horizon 2012, est le développement des synergies entre les métiers de Natixis et les réseaux de BPCE. Le groupe est en avance sur ce business plan.
- Début de juillet 2010, Natixis a cédé une part significative de ses portefeuilles d'actifs illi-

quides non garantis par sa maison mère. Une opération qui doit lui permettre de diminuer la volatilité de ses résultats.

- La disparition quasi définitive d'éléments non récurrents ou exceptionnels de toute nature, que ce soit au niveau de la société ou des réseaux, va donner à la société une bien meilleure lisibilité des comptes en 2011.
- Le management a réitéré sa guidance de 12% de ROE dans la Banque de Financement et d'Investissement, mais cette fois-ci après impacts Bâle III alors que, jusqu'en septembre dernier, il communiquait sur un objectif de ROE sous la réglementation Bâle II.
- La problématique de la liquidité est en passe d'être réglée via le projet de regroupement opérationnel des trésoreries de BPCE et de Natixis.
- La réintégration au sein du CAC40, le 20 septembre 2010, consacre les efforts de redressement de la nouvelle direction.

■ Les points faibles de la valeur

- La débâcle boursière du titre a jeté un froid auprès des investisseurs, notamment particuliers. La valeur se traite en effet très loin des 19,55 EUR de son introduction en 2007.
- La valeur reste très volatile, à l'image de l'ensemble du secteur financier.
- Certains analystes redoutent que les réseaux au détail de la banque ne soient contraints par une croissance potentielle limitée.
- D'autres doutent de la capacité de la banque à fournir à moyen terme un retour sur fonds propres (ROE) supérieur au coût du capital.
- Le secteur bancaire européen est de nouveau sous pression avec la crise de la dette souveraine dans la zone euro.
- Les inquiétudes sur le secteur sont persistantes. Même si les règles annoncées par le

Comité Bâle III mi-septembre 2010 ont soulagé avec des ratios prudentiels dans le bas de la fourchette des attentes, les marchés s'interrogent sur la validité des «stress tests» (tests de résistance) menés en Europe. Certains estiment qu'ils minimisent le risque pris par certaines institutions.

■ Comment suivre la valeur

- Le retour sur fonds propres (ROE), qui mesure la rentabilité des banques, est l'un des ratios clés du secteur.
- En tant que valeur financière, le titre est influencé par une série d'éléments: les taux d'intérêt dont l'évolution dépend des politiques monétaires (notamment des banques centrales européenne et américaine); l'état des Bourses mondiales, qui influencera ses activités de banque de financement et d'investissement et de gestion d'actifs; les niveaux de consommation et d'épargne des ménages, qui influenceront sur les performances de la banque de détail.
- Le coût du risque reste à surveiller.
- Surveiller également la mise en place du dispositif de Bâle III, qui oblige les banques à augmenter leurs fonds propres pour résister aux crises. Le Comité exige que les établissements financiers affichent, d'ici au 1er janvier 2019, un ratio de solvabilité TIER1 (le noyau dur des capitaux propres des institutions financières) d'au moins 4,5%, contre 2% jusque-là. Un matelas supplémentaire de 2,5% est également exigé. Ce qui porte le pourcentage total à 7%.
- Un dividende sera versé aux actionnaires dès le retour à la profitabilité en année pleine.
- La valeur pourrait même alors devenir une valeur de rendement tant le nominal de son action est faible.
- Les analystes n'excluent pas à terme un rappro-

chement plus ample entre Natixis et sa maison mère, ce qui conduirait sans doute à proposer aux minoritaires un échange du titre Natixis au profit d'une contre-valeur en titres (avec ou sans cash) du nouvel ensemble BPCE-Natixis.

Le secteur Banque

La banque universelle comprend les activités de banque de détail, de services financiers spécialisés, de banque de financement et d'investissement (BFI), auxquelles s'ajoute la gestion d'actifs. Largement répandue en France, elle peut s'appuyer sur les dépôts de particuliers pour lever des fonds à court terme. La banque d'affaires, qui n'a pas cette possibilité, doit émettre des certificats de dépôt auprès d'établissements financiers pour se financer.

Pernod Ricard

FR0000120693

■ Secteur d'activité

Agroalimentaire

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: -3,25 %

1 an: +5,88 %

5 ans: +7,83 %

■ Les points forts de la valeur

- Pernod Ricard est le co-leader mondial, avec Diageo, des vins et spiritueux.
- Le groupe a su attendre le bon moment pour racheter les bonnes cibles (Seagram, Allied Domecq) et passer d'un statut franco-français à celui d'un leader mondial.
- La montée en gamme de son portefeuille, due au développement de ses produits premium, lui permet de bien résister dans un contexte de crise et de profiter de la croissance dans les pays émergents.
- Pernod Ricard revendique aujourd'hui la place de leader dans la catégorie des super et ultra-premium.
- Le groupe déploie une nouvelle organisation de son portefeuille de quinze marques phares, désormais segmenté en quatre catégories: trois dans les spiritueux, dont une qui regroupera les icônes Chivas et Absolut, et une dans les vins.
- Le groupe défend avec force le positionnement de ses marques avec des dépenses publi-promotionnelles qui demeurent à un niveau élevé.
- Le groupe profite du dynamisme des marchés émergents, qui représentent désormais un tiers du chiffre d'affaires et du résultat opérationnel.
- La récente attribution d'actions gratuites est

non seulement une bonne nouvelle pour les actionnaires, mais elle souligne aussi la confiance en l'avenir de l'entreprise.

■ Les points faibles de la valeur

- Pernod Ricard réalise une part importante de son activité en Europe (41 % du CA) et aux Etats-Unis (27 % du CA) où la croissance s'annonce structurellement plus faible dans les années à venir.
- Les analystes considèrent le titre correctement valorisé au regard des incertitudes qui pèsent sur la reprise.
- La stratégie de «premiumisation» des marques suscite quelques interrogations.
- L'actionnariat familial limite le caractère spéculatif du dossier.
- Malgré la politique de désendettement, la dette nette reste élevée.
- Pernod Ricard n'a gagné «que» 15 % en 2010. Le titre affiche un retard de valorisation par rapport à Rémy Cointreau qui a bondi de 40%. L'écart s'est encore creusé au premier trimestre 2011.

■ Comment suivre la valeur

- Les deux tiers de l'activité et des profits sont réalisés sur le premier semestre (juillet-décembre), le quart de l'activité étant même réalisé en décembre.
- Le groupe est fortement dépendant du billet vert, devise dans laquelle est réalisée la majeure partie des profits. Une variation de 1% du dollar par rapport à l'euro a un impact positif de 12 MEUR sur le résultat opérationnel.
- Le Japon représente moins de 2% des profits et l'impact du tremblement de terre et du tsunami restera négligeable à l'échelle du groupe.
- La poursuite des synergies dans les prochains

mois du fait de l'intégration de V&S est à suivre.

- Suivre également le processus de cession des activités non stratégiques.
- Les prévisions et commentaires de Diageo sont à surveiller.
- L'exercice du groupe est décalé avec une clôture des comptes le 30 juin. L'assemblée générale a lieu généralement en novembre.

Le secteur Agroalimentaire

L'an passé, la consommation alimentaire en France s'est redressée, pour retrouver son niveau de 2007. Les dépenses des Français dans les hypermarchés et supermarchés ont augmenté de 2,5%. Les ventes en volume ont, elles, augmenté de 2%. Cette évolution a profité aux grandes marques, au détriment des marques de distributeurs (MDD). En effet, les premières s'attribuent plus de 80% des 1,8 MdEUR de dépenses supplémentaires enregistrées, au bénéfice surtout des leaders du secteur (Nestlé, Unilever, Procter & Gamble, Kraft, Danone...). Ces derniers tirent parti non seulement de leurs efforts publi-promotionnels, caractérisés par des dépenses de marketing en forte hausse, mais aussi de l'accent mis sur l'innovation produits. En revanche, la part de marché des MDD a reculé en 2010, passant de 30,1 à 30% après avoir gagné 1,8 point en 2008 et 1 point en 2009. Les géants de l'agroalimentaire ont affiché d'excellentes performances l'an dernier. Le leader mondial, Nestlé, a plus que triplé son bénéfice net, à 34,2 MdCHF (26,4 MdEUR), grâce à la cession de ses parts dans le groupe ophtalmique Alcon. Son chiffre d'affaires a augmenté de 6,2%, à 109,7 MdCHF (85,9 MdEUR). Le groupe table

sur une hausse de 5 à 6% de son chiffre d'affaires en 2011 et sur une amélioration de la marge à taux de change constants. Après avoir enregistré un chiffre d'affaires en hausse de 6,9% à 17 MdEUR en 2010, son concurrent, Danone, table sur une nouvelle croissance organique de 6 à 8% cette année.

Peugeot

FR0000121501

■ Secteur d'activité

Constructeurs automobiles

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +8,29%

1 an: +35,95%

5 ans: -40,38%

■ Les points forts de la valeur

- PSA Peugeot Citroën est le deuxième constructeur automobile européen et le huitième mondial.
- Le groupe est bien parti pour consolider ses parts de marché avec une gamme renouvelée, grâce aux lancements récents de modèles phares comme la C3 chez Citroën, ou les monospaces et la 3008 chez Peugeot.
- Selon le groupe, la jeunesse de ses gammes devrait lui permettre de gagner des parts de marché sans sacrifier les prix.
- Le management de PSA a été visionnaire sur la problématique des économies d'énergie pour les petites voitures.
- Le groupe s'est doté d'un plan ambitieux d'amélioration de ses performances opérationnelles.
- Plus du tiers de ses ventes sont réalisées hors d'Europe occidentale, ce qui lui permet de limiter les effets de la crise dans ces pays. L'objectif est d'atteindre 50% à horizon 2015 et des parts de marché de 8% en Chine à l'horizon 2015-2020.
- La structure financière du groupe est saine avec un taux d'endettement de seulement 12,5%.
- PSA bénéficie d'une stabilité actionnariale, le groupe familial Peugeot détenant plus de

30% du capital.

■ Les points faibles de la valeur

- Le marché européen représente la plus grande partie des ventes de PSA: l'année 2011 devrait donc être délicate avec la fin des dispositifs de prime à la casse. Les constructeurs généralistes comme Peugeot y seront plus sensibles que les constructeurs spécialisés dans le haut de gamme comme BMW.
- Le plan d'amélioration des performances opérationnelles comporte une incertitude de taille: la croissance des ventes en Europe, qui suppose un redémarrage durable du marché automobile.
- Tous les acteurs du secteur automobile seront plus ou moins touchés par la situation au Japon. Toute quantification est aujourd'hui impossible.

■ Comment suivre la valeur

- Peugeot est une valeur cyclique, directement liée à la conjoncture économique et au moral des ménages.
- L'évolution des taux d'intérêt est à observer du fait de l'importance de la vente à crédit dans le secteur (qui concerne deux voitures sur trois).
- Les constructeurs menant des politiques commerciales agressives, les politiques de remise et les lancements sont à examiner.
- Jusqu'ici attaché à son indépendance, le groupe a seulement conclu des accords de coopération ponctuelle avec certains constructeurs: Fiat, Toyota, Mitsubishi ou BMW.
- L'échec d'un rapprochement capitalistique n'empêche pas PSA Peugeot Citroën et son homologue japonais Mitsubishi de poursuivre leurs pourparlers sur des projets industriels.
- Suivre l'évolution de la participation dans l'équipementier Faurecia, qui vient d'être réduite à 57% suite au rapprochement entre

cette filiale et Emcom.

Le secteur Constructeurs automobiles

Le séisme et le tsunami survenus au Japon devraient avoir des retombées sur toute l'industrie. Toyota a repoussé le lancement japonais de la monospace Prius, alors qu'il devait initialement livrer les premiers exemplaires du véhicule au Japon en avril. Certains analystes estiment que le Japon représente plus de 20% de la production des semi-conducteurs destinés à l'automobile. Les constructeurs pourraient donc être pénalisés par des pénuries de composants chez leurs fournisseurs japonais, ce qui pourrait entraîner une forte hausse des prix. General Motors considère que la production aux Etats-Unis pourrait en souffrir, tout comme ses activités en Chine. Renault serait l'un des acteurs européens les plus touchés en raison de ses liens avec Nissan. Avant la catastrophe au Japon, 2011 s'annonçait comme une année encore meilleure que 2010. Les dirigeants des principaux constructeurs tablaient sur une sensible progression des volumes. Ford prévoyait même un marché mondial de 75 à 85 millions de véhicules, contre un peu plus de 70 millions l'an passé.

PPR

FR000012148**■ Secteur d'activité**

Distribution spécialisée

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +2,18%

1 an: +18,35%

5 ans: +18,63%

■ Les points forts de la valeur

- Avec l'arrivée de François-Henri Pinault (fils du fondateur) à la tête du groupe en 2005, PPR a pris un nouveau virage stratégique. Le nouveau dirigeant souhaite construire un grand groupe spécialisé dans l'équipement de la personne, autour de deux piliers: Gucci dans le Luxe et Puma pour le pôle «Sport & Life Style».
- Le portefeuille d'activités du groupe inclut des marques mondiales puissantes.
- Gucci (67% du CA du pôle Luxe) est une marque mondiale, bien implantée dans les pays émergents et bénéficiant d'un taux de notoriété spontanée très élevé.
- Le recentrage sur le métier du luxe a permis à PPR d'inclure une activité bénéficiant d'une forte marge opérationnelle courante comparée à celle de l'ensemble du groupe.
- L'internationalisation 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.
- La capacité de PPR à générer de la trésorerie est importante. La cession de 58% du capital de la CFAO (introduite en Bourse fin 2009) a permis de réduire la dette. Celle-ci représente désormais moins de la moitié des fonds propres.

■ Les points faibles de la valeur

- Le pôle Luxe représente encore moins de 20% du chiffre d'affaires total de PPR et ne permet pas de compenser les effets de la crise sur les activités de distribution.
- La Redoute connaît des difficultés structurelles et est engagée dans une stratégie de repositionnement.
- La politique de recentrage n'est pas achevée: la Fnac et Redcats (La Redoute) ne présentent pas assez d'atouts aujourd'hui pour être vendues à un prix intéressant. Le processus de cession ne devrait se concrétiser que dans deux ou trois ans. En conséquence, la politique de croissance externe s'en trouve limitée.
- Les analystes jugent la valorisation en Bourse excessive. La valeur a gagné près de 50% en 2010, tirée par l'engouement des investisseurs pour le secteur du luxe. Mais PPR n'est pas un « pure player ». Les incertitudes sur l'évolution du portefeuille de marques et d'enseignes pèsent désormais sur la valeur.

■ Comment suivre la valeur

- PPR tire encore une large part de ses revenus de la distribution et dépend donc de la consommation, elle-même liée au moral des ménages.
- La stratégie est de conserver un groupe équilibré entre le grand public et le luxe. PPR ne sera jamais un « pure player » du luxe.
- Gucci est, comme l'ensemble du secteur du luxe, dépendant de l'évolution du dollar et du yen.
- La cession des actifs de distribution permettrait, selon les analystes, de réaliser une acquisition véritablement structurante et/ou un rachat des minoritaires de Puma à terme. Les noms de Quicksilver et Billabong ont été avancés dans

la presse pour renforcer le pôle « Sport & Life Style ».

Le secteur Distribution spécialisée

Les sources d'inquiétude (avec une hausse des coûts de production, le risque d'inflation, les politiques de rigueur) demeurent importantes pour le commerce en 2011. Certains distributeurs n'hésitent plus à utiliser les nouvelles fonctionnalités d'Internet pour communiquer avec leurs clients. C'est le cas du parfumeur Nocibe, qui après avoir créé sa page Facebook et son compte Twitter, a lancé son blog. Son objectif est de mettre en avant son expertise en matière de beauté et de bien-être en proposant des contenus de qualité et en renforçant l'échange et la proximité avec ses clients. Quant à La Redoute, le vépéciste apprend à utiliser les réseaux sociaux pour accroître son chiffre d'affaires. 50 000 personnes le suivent sur Twitter. Le groupe présente des opérations commerciales à ses fans sur Facebook. Il s'essaie également à de nouvelles formes de commerce comme les crédits Facebook.

Publicis Groupe

FR0000130577

■ Secteur d'activité

Communication - Publicité

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: -2,71%

1 an: +13,69%

5 ans: +15,79%

■ Les points forts de la valeur

- Publicis est le champion de la rentabilité, avec une marge opérationnelle de 15 %, inégalée dans la profession.
- Les rachats de Digitas et de Razorfish lui ont permis de devenir le n°1 mondial de la communication interactive, seul segment en croissance du marché publicitaire. Le groupe a atteint avec un an d'avance son objectif d'y réaliser un quart du chiffre d'affaires.
- Publicis est bien positionné pour profiter du redressement du marché publicitaire, notamment en raison de sa forte exposition au digital, aux pays émergents (22 % du chiffre d'affaires), notamment en Chine et au Brésil, et aux services (SAMS).
- Le groupe pense pouvoir rester dans le «top 2» des sociétés les plus dynamiques en termes de NNB («net new businesses»).
- Grâce à son accord avec Dentsu (n°1 japonais du secteur), Publicis s'est ouvert des opportunités intéressantes au Japon, le deuxième marché mondial publicitaire (derrière les Etats-Unis).
- La structure financière de Publicis est saine et lui permet de saisir de nouvelles opportunités de croissance externe de taille significative, même si les cibles sont de plus en plus rares.

Ipsos est souvent cité par les analystes.

- La valeur a réintégré le CAC40 en septembre 2010. L'appartenance à l'indice phare parisien dope la notoriété.
- La qualité et la vision stratégique du management du groupe sont reconnues.

■ Les points faibles de la valeur

- La révision en hausse des prévisions annuelles est jugée conservatrice et déjà intégrée dans les cours.
- Le groupe, qui réalise plus de 40% de son revenu en Amérique du Nord, est dépendant du rythme de la reprise économique outre-Atlantique et est très dépendant du cours du dollar.
- En raison de son accord avec Dentsu, Publicis est exposé aux conséquences économiques du séisme au Japon en mars 2011.
- La question de la succession de Maurice Lévy, président du directoire, est source d'incertitude. Il devait initialement passer le relais fin 2011 mais a repoussé cette échéance.

■ Comment suivre la valeur

- Le groupe est dépendant de l'évolution du marché mondial de la publicité, lui-même sensible à la conjoncture économique.
- A noter que le poste revenu est plus significatif que le poste chiffre d'affaires dans le secteur de la publicité. Les analystes surveillent particulièrement le niveau de croissance interne.
- Le cours du dollar est une donnée sensible à surveiller puisque Publicis est réactif à son évolution.
- A suivre également, la politique de croissance externe dans les pays émergents. Le groupe souhaite mener une politique plus agressive en Chine.

Le secteur Communication - Publicité

Les afficheurs craignent la réforme Grenelle II, dont l'objectif est de supprimer les couloirs publicitaires à l'entrée des villes pour lutter contre la dégradation des paysages et de l'environnement urbain. La disposition selon laquelle la densité autorisée le long des voies publiques serait limitée à 1 panneau pour 80 mètres linéaires entraînerait la suppression de 65 % des panneaux publicitaires en France, selon l'Union de la publicité extérieure (UPE). Une autre disposition consistant à interdire la publicité sur les murs comportant de petites ouvertures conduirait à supprimer 41 % de l'affichage mural d'après l'UPE. Quant aux nouveaux dispositifs, comme les panneaux numériques ou les publicités sur les bâches recouvrant les échafaudages, ils seraient autorisés. Mais leurs formats, considérablement réduits, limiteraient leur utilisation selon les représentants de la profession. Les agences média et les annonceurs s'insurgent également contre la réforme, en soulignant qu'elle est extrêmement préjudiciable à la survie du média affichage.

Renault

FR0000131906

■ Secteur d'activité

Constructeurs automobiles

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: -5,78%

1 an: +15,17%

5 ans: -56,19%

■ Les points forts de la valeur

- Renault est le cinquième constructeur automobile mondial depuis son alliance avec Nissan et le deuxième en France.
- Carlos Ghosn, le PDG du groupe, mène une politique très volontaire pour redresser Renault.
- Les performances du groupe devraient s'améliorer grâce à sa politique de réduction des coûts fixes, qui a conduit à un recul de sa masse salariale.
- Sur un marché très concurrentiel, Renault est très actif en termes de lancements.
- Le groupe accélère également son développement dans le «low-cost» pour gagner des parts de marché, avec notamment un 4x4 sous sa marque roumaine Dacia.
- L'alliance Renault-Nissan devrait dégager 2 MdEUR de synergies supplémentaires d'ici à 2015, répartis à parts égales entre le français et le japonais.
- Le duo Renault-Nissan et l'allemand Daimler ont échangé 3% de leur capital. Dans la course à la consolidation, le trio ainsi formé devance General Motors et réduit l'écart par rapport aux deux leaders, Volkswagen et Toyota.
- Le constructeur ambitionne de devenir leader sur le segment des véhicules n'émettant pas

de CO₂. Le groupe développe avec Nissan un projet de voitures électriques. En sautant l'étape de l'hybride pour passer directement au tout-électrique, Renault veut prendre de court ses concurrents.

- Renault se positionne dans les pays asiatiques. Il va doubler ses capacités de production en Corée du Sud au travers de sa filiale Renault Samsung Motors. Le marché automobile coréen est très prometteur.
- La cession, en octobre 2010, de plus de la moitié de la participation dans Volvo AB a été bien accueillie. Cette opération permet à Renault de réduire son endettement et au marché de revaloriser les autres participations du groupe (44% dans Nissan et 25% dans le russe AvtoVaz).

■ Les points faibles de la valeur

- Le faux scandale d'espionnage industriel, qui a révélé que les cadres mis en cause dans cette affaire avaient été licenciés sans preuve, ternit l'image de la direction.
- La démission, suite à cette affaire, de Patrick Pélata, n°2 du groupe, est un coup dur pour le constructeur. Selon les analystes, la complémentarité du tandem Ghosn/Pélata avait fait ses preuves lors du rétablissement de Nissan. Sans Patrick Pélata aux commandes, ils craignent que le plan stratégique à trois ans dévoilé en février 2011 ne soit perturbé, voire reporté de six à douze mois.
- La visibilité sur le marché automobile européen reste faible. La fin de la prime à la casse en France pourrait également peser sur les premiers mois de 2011.
- Renault, partenaire de Nissan, est l'un des groupes français qui risque d'être le plus directement affecté par le drame japonais.
- Alors que PSA a lancé en 2010 de nombreux

modèles, Renault a pour l'instant un programme plus pauvre, après avoir annulé certains projets. Il doit surtout capitaliser sur les lancements récents des gammes Mégane et Scénic.

- Le projet de voitures électriques risque de peser sur le cours de Renault à court terme vu les incertitudes sur la rentabilité du business model. Nissan et Renault sont, à ce stade, les seuls à s'être engagés dans une production de masse dans ce domaine. C'est un pari audacieux qui contraste avec l'approche prudente des autres constructeurs. Les pouvoirs publics, par leurs subventions, jouent un rôle déterminant.
- Bien que légèrement relevées en novembre, les notes de crédit du groupe se situent toujours en catégorie spéculative («junk»).

■ Comment suivre la valeur

- Les performances du groupe sont étroitement liées aux évolutions du marché automobile européen, et donc à la conjoncture économique. Renault est une valeur cyclique.
- La visibilité s'améliore sur le marché automobile européen. La tendance de 2011 sera déterminante.
- La principale priorité du constructeur est d'atteindre un free cash-flow positif en gagnant du terrain sur ses principaux marchés.
- Le remplacement de Patrick Pélata et la mise en place du plan stratégique à trois ans est à surveiller de près.
- Le groupe a présenté en février 2011 son plan stratégique à trois ans. Cela constituera-t-il un catalyseur suffisant, alors que le titre a déjà bien rebondi en 2009 et 2010 mais reste sous-valorisé par rapport à la moyenne du secteur ?
- Sur le long terme, le projet de voitures électriques et l'élargissement de l'alliance Nissan-Renault seront les catalyseurs du titre.

- Renault n'exclut pas de renforcer sa participation dans le russe AvtoVaz.
- Le programme de cessions immobilières est à suivre car il aura un impact sur la flexibilité financière du groupe.

Le secteur Constructeurs automobiles

L'année 2010 a été celle du redressement pour les constructeurs automobiles. Pour la seconde année consécutive, le marché automobile chinois a été le premier au monde, devançant à nouveau les Etats-Unis. Les constructeurs automobiles européens ont affiché 16 MdEUR de profits cumulés en 2010, grâce aux pays émergents et au rebond des ventes des modèles haut de gamme. En France, les immatriculations de voitures neuves ont reculé de 2,2% l'an passé, à 2,25 millions d'unités. Cette évolution s'est produite dans un contexte de crise et en dépit de la prime à la casse, maintenue jusqu'au 31 décembre 2010. Les constructeurs français Renault et PSA ont affiché des résultats en nette amélioration, après les pertes de 2009. Renault a publié un chiffre d'affaires en hausse de 15,6%, proche de 39 MdEUR, et une marge opérationnelle de 2,8% (-1,2% en 2009). Son résultat net a atteint 3,5 MdEUR (-3 MdEUR en 2009). De son côté, PSA Peugeot Citroën voit son chiffre d'affaires croître de 15,8% grâce au succès de ses nouveaux modèles, aux gains de parts de marché et au redressement de la demande mondiale. Le résultat opérationnel courant ressort en forte hausse, à 1,796 MdEUR, contre une perte de 689 MEUR en 2009. Son résultat net (part du groupe) est supérieur à 1,1 MdEUR, contre une perte un peu supérieure en 2009.

Saint-Gobain

FR0000125007

■ Secteur d'activité

Matériaux de construction

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +21,92%

1 an: +25,96%

5 ans: -19,00%

■ Les points forts de la valeur

- Saint-Gobain, qui a longtemps donné l'impression d'un groupe à métiers multiples fortement cloisonnés entre eux, a fortement évolué avec un recentrage sur les métiers de l'Habitat depuis 2007.
- Pierre-André de Chalendar, le PDG du groupe, souhaite que Saint-Gobain soit davantage positionné sur des produits à forte valeur ajoutée et entre lesquels des synergies peuvent être dégagées.
- Le groupe est présent dans les matériaux innovants, notamment dans le domaine très porteur, dans les pays matures, de l'amélioration de l'efficacité énergétique des bâtiments, ce qui sécurise son avenir. Le groupe fait également du solaire un axe de développement majeur.
- La branche Distribution Bâtiment (45% du CA) bénéficie de l'enracinement local de ses implantations, ce qui lui procure une connaissance des besoins de ses clients sans équivalent et un fort pouvoir de négociation avec ses fournisseurs.
- Dans un contexte d'inflation des coûts, Saint-Gobain dispose d'une forte capacité à répercuter la hausse des coûts dans ses prix de vente.
- Le groupe a été réactif face à la dégradation de son environnement en renforçant son plan de

restructuration.

- Saint-Gobain poursuit sa politique de désendettement.

■ Les points faibles de la valeur

- La valeur affiche toujours une décote de plus de 10% par rapport à ses pairs, malgré le rebond enregistré depuis le début de l'année.
- La part de l'activité dans les pays émergents n'est pas encore suffisante (17% du chiffre d'affaires en 2009).
- Le marché s'interroge régulièrement sur les intentions de Wendel, l'actionnaire de référence.
- L'augmentation de capital, de 1,5 MdEUR, n'avait pas été bien perçue par les investisseurs qui ont été surpris et n'ont pas apprécié la forte décote qui a été appliquée sur le cours de l'action.

■ Comment suivre la valeur

- Le cours de l'action est corrélé aux données macroéconomiques car Saint-Gobain exerce une activité cyclique.
- La conjoncture du secteur du BTP, à travers notamment l'évolution des mises en chantier et des permis de construire, est à surveiller de près.
- Saint-Gobain réalise près de la moitié de ses résultats hors zone euro et est donc sensible aux variations de change.
- Les cours des matières premières influent sur ses performances.
- Le groupe souhaite réaliser de petites opérations dans les pays émergents, l'efficacité énergétique ou le solaire.
- Le plan stratégique 2011-2015 et les objectifs de croissance qui y sont attachés pourraient réduire la décote du titre et entraîner une revalorisation boursière. Le groupe souhaite conquérir

un statut de valeur de croissance.

- La cession de Verallia, l'activité conditionnement de Saint-Gobain, est à l'étude. Cette opération pourrait rapporter quelque 4 MdEUR, selon les analystes, et ainsi permettre la poursuite du désendettement du groupe. Elle serait également un catalyseur pour la valeur: la poursuite du recentrage devrait booster la croissance organique de Saint-Gobain et lui permettre d'atteindre un niveau plus conforme à celui des sociétés du secteur.
- Le rebond du logement en Europe sert également de catalyseur en Bourse.

Le secteur Matériaux de construction

Les groupes français de matériaux de construction n'ont pas tous enregistré de bonnes performances en 2010, mais ils sont généralement optimistes pour 2011. Saint-Gobain a affiché un chiffre d'affaires de 40,119 MdEUR, en hausse de 6,2%. Son résultat d'exploitation s'est élevé à 3,117 MdEUR, en progression de 41%, et son bénéfice net, à 1,129 MdEUR, a représenté plus de cinq fois celui de 2009. Pour 2011, le groupe prévoit une croissance à deux chiffres de son résultat d'exploitation, à taux de change constant, malgré la hausse des coûts de l'énergie et des matières premières. Bons résultats en 2010 également pour Lafarge. Son activité a progressé de 2% à 16,169 MdEUR, après un repli de 17% en 2009. Toutefois, à taux de change et périmètre constants, elle est en baisse de 3%. Son bénéfice net a bondi de 12%, à 827 MEUR. Lafarge prévoit une nouvelle croissance de ses résultats en

2011, notamment grâce à une hausse de la demande de ciment comprise entre 3 et 6%, essentiellement dans les pays émergents. En revanche, 2010 n'a pas été une bonne année pour son concurrent Ciments Français. Le groupe a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 4,17 MdEUR, en baisse de 1% (-3,9% à périmètre et taux de change comparables). Son résultat d'exploitation a reculé de 5% pour s'établir à 481,3 MEUR, du fait d'une augmentation significative des coûts variables. Le résultat net consolidé a fléchi de 5,8%, à 317,9 MEUR. Ciments Français envisage cependant un retour à la croissance en 2011.

Sanofi-Aventis

FR0000130577

■ Secteur d'activité

Pharmacie - Santé

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +12,64 %

1 an: +4,64 %

5 ans: -28,18 %

■ Les points forts de la valeur

- Sanofi-Aventis est le quatrième groupe pharmaceutique mondial et le premier en Europe. C'est aussi le leader mondial dans le domaine des vaccins.
- Le management arrivé fin 2008 a mis en place une nouvelle stratégie visant à rendre le laboratoire moins dépendants de quelques molécules phares, et ce afin de pouvoir faire face à l'avenir aux tombées des brevets et à la montée en puissance des génériques.
- Sanofi-Aventis s'oriente désormais, par croissance externe ciblée, vers des segments de marché en plus forte croissance et moins risqués, comme les médicaments sans prescription, les vaccins, la biotechnologie mais également les génériques.
- L'acquisition de Genzyme donne un nouveau souffle à la valeur. Cette opération va notamment permettre à Sanofi de créer une nouvelle plateforme de croissance, qui va contrebalancer l'expiration des brevets de ses principales molécules, d'avoir une présence renforcée en biotech et d'étendre son influence aux Etats-Unis.
- Le laboratoire français est désormais le n°5 mondial des médicaments sans ordonnance, segment en forte croissance.

- Le groupe prévoit de générer 2 MdEUR d'économies en 2013 à travers un strict contrôle de ses coûts.
- Le groupe bénéficie d'une bonne diversification géographique, les pays émergents représentant près de 30% de l'activité. Or ces marchés devraient contribuer à 50% de la croissance de l'industrie pharmaceutique dans les prochaines années.

■ Les points faibles de la valeur

- Comme les autres grands laboratoires, le groupe est confronté à la concurrence des génériques sur certains de ses produits phares. C'est un des principaux éléments pesant encore sur les cours de Bourse.
 - L'environnement des groupes pharmaceutiques est rendu difficile à la fois par la pression des autorités de santé pour réduire les coûts, mais aussi 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-Aventis d'ici à 2013. Le laboratoire met donc en place des relais de croissance. Mais le marché tarde à intégrer cette nouvelle dynamique.
 - Lancer une offre hostile sur une société de biotech comme Genzyme (neuf mois de négociation avant d'aboutir), et donc sans le soutien du management de la cible, est risqué car le « capital humain » est primordial dans ce type d'activité.
- ## ■ Comment suivre la valeur
- Sanofi-Aventis a un statut de valeur défensive sur un marché pharmaceutique mondial appelé à croître du fait du vieillissement de la population, d'un accès plus large aux services de santé dans le monde et à l'amélioration de l'assu-

rance-maladie aux Etats-Unis.

- Le marché devrait progressivement réaliser que Sanofi-Aventis est en mesure de combler, par sa politique de croissance externe sur des segments porteurs, la perte de chiffre d'affaires attendue de la tombée de ses brevets d'ici à 2013.
- Les synergies attendues du rachat de Genzyme ne sont pas encore chiffrées; une réunion de présentation doit avoir lieu au deuxième trimestre 2011.
- Le secteur est en pleine consolidation. L'évolution de la participation de L'Oréal et Total est à étudier de près et offre au titre un intérêt spéculatif. Total et L'Oréal (avec respectivement 11% et 9% du capital) ont annoncé depuis la fin du pacte d'actionnaires, en 2004, leur volonté de se désengager de Sanofi-Aventis avant 2012.
- Les évolutions réglementaires et les décisions des autorités sanitaires sont particulièrement importantes pour l'avenir d'un médicament.
- Le chiffre d'affaires généré par chaque médicament, la durée de vie des brevets et les résultats des études cliniques sont des éléments essentiels.

Le secteur Pharmacie - Santé

Les groupes pharmaceutiques sont très prudents pour 2011. Ils subissent notamment des pertes de brevets et les plans de rigueur en Europe. Dans ce contexte, les fusions devraient être relancées. Le mouvement a déjà débuté avec le rachat de Genzyme par Sanofi. Trois entreprises américaines, plus petites, sont à céder: Vertex Pharmaceuticals, Auxillium Pharmaceuticals et Human Genome Sciences. D'autres groupes, plus importants

mais affaiblis, pourraient constituer des proies intéressantes. C'est le cas d'Elis Lilly, dixième laboratoire mondial, qui va devoir affronter d'importantes pertes de brevets. L'intérêt de la croissance externe est de diversifier les métiers et les implantations géographiques des repreneurs pour affronter une sérieuse menace: la perte de la protection juridique de médicaments phares, qui vont tomber dans le domaine public et subiront la concurrence des génériques. Nombre de laboratoires ne disposent pas dans leur portefeuille de nouveaux produits susceptibles d'enrayer la chute des ventes.

Schneider Electric

FR0000121972

■ Secteur d'activité

Biens d'équipement

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +5,22%

1 an: +37,35%

5 ans: +30,08%

■ Les points forts de la valeur

- Schneider figure parmi les premiers fabricants mondiaux d'équipements de distribution électrique de basse et moyenne tensions (principalement sous les marques Merlin Gerin et Square D), d'automatismes industriels et d'équipements en énergie sécurisée. C'est donc un spécialiste de la gestion de l'énergie.
- Le groupe fournit des équipements pour des marchés diversifiés aux cycles différents, de l'industrie aux infrastructures. Cela lui permet d'amortir les chocs conjoncturels. Mais Schneider a aussi nettement réduit son exposition au secteur ultra-cyclique du bâtiment.
- Le groupe bénéficie de positions solides dans les pays émergents (37% du CA). Il devrait, en particulier, tirer parti de sa présence en Asie, notamment en Chine. Il ambitionne de devenir le leader des nouvelles économies en 2011, date à laquelle il compte réaliser la moitié de ses coûts de production dans les pays émergents.
- Le groupe est très bien positionné sur l'efficacité énergétique (30% du CA), un marché en plein essor. Le président du directoire, Jean-Pascal Tricoire, mise beaucoup sur le «smart» et

le «green grid» – l'électricité intelligente et verte. Le groupe élargit ainsi considérablement sa cible de clientèle en se positionnant aussi bien auprès des producteurs d'énergie (par exemple, pour convertir l'énergie solaire), que des entreprises et des particuliers (la domotique).

- La nouvelle donne énergétique depuis la catastrophe nucléaire au Japon pourrait encore renforcer les perspectives du secteur de l'efficacité énergétique.
- L'acquisition d'une partie de l'activité d'Areva T&D, autofinancée en intégralité, permet à Schneider Electric, déjà présent dans la distribution d'électricité, de devenir le deuxième acteur mondial sur le marché de la moyenne tension électrique, devant Siemens et juste après ABB. Cela devrait conduire à une revalorisation du titre.
- La situation financière est saine.

■ Les points faibles de la valeur

- Le titre a fortement rebondi en 2009 et 2010 pour signer de nouveaux plus hauts historiques. Il fait partie de la petite poignée de valeurs du CAC40 en nette hausse sur cinq ans (+35% à fin mars 2011). Certains analystes estiment que Schneider est déjà correctement valorisé.
- La dynamique de croissance va ralentir en 2011, ce qui pourrait freiner la progression de la valeur; la direction table sur une croissance de l'activité de +6 à +9% contre +10 à +12% sur les trois derniers trimestres. La marge EBITA progressera plus faiblement qu'en 2010 en raison de la hausse des matières premières et du ralentissement des gains de productivité.
- Schneider pâtit d'un cycle d'activité court (avec un carnet de commandes qui ne représente qu'un à deux mois de ventes), ce qui nuit à la visibilité.

• Même si les perspectives de long terme de la transmission restent favorables, en raison de l'accroissement de la demande d'énergie dans le monde, ce marché est également caractérisé par une augmentation de la concurrence et une pression sur les prix.

■ Comment suivre la valeur

- La gestion de l'énergie est peu connue du grand public. Les métiers de Schneider peuvent donc être difficiles à appréhender pour les investisseurs.
- Les équipementiers électriques sont sensibles à l'évolution du marché immobilier. De plus, par sa présence en Europe et en Amérique du Nord (environ 65% du CA), le groupe est très sensible à l'évolution de la conjoncture sur ces deux continents.
- Schneider Electric est dépendant des variations de change: le groupe réalise environ 40% de ses recettes dans la monnaie américaine et dans des devises liées (yuan, etc.). La variation des prix des matières premières influe également sur la rentabilité du groupe.
- Plusieurs rumeurs d'acquisition ont circulé sur le marché en avril, notamment celle d'un intérêt pour Tyco, le leader mondial des produits et services de sécurité électronique pour le marché de la construction. Mais les analystes ont accueilli ce bruit avec prudence. Une telle opération réduirait l'exposition du groupe aux émergents et à l'efficacité énergétique.
- Schneider souhaitant sensiblement accélérer sa présence dans les pays émergents, les acquisitions du groupe dans cette zone sont également à surveiller.

Le secteur Biens d'équipement

Le secteur de la mécanique française s'est redressé l'an passé, après avoir subi une crise historique. Selon les données de la FIM (Fédération des industries mécaniques), son chiffre d'affaires a augmenté de 3,9% en 2010, avec un début d'année difficile, les premiers signes de reprise étant intervenus fin 2010, contrairement aux industries de transformation. En France, l'activité a progressé d'un petit 0,4%. Un redémarrage tiré par l'export, qui, en Europe, profite essentiellement à l'industrie allemande. Car le secteur de la mécanique s'est montré dynamique outre-Rhin. Avec un chiffre d'affaires d'environ 2,6 MdEUR par an, ses facturations ont bondi de 8,8% l'an passé. A l'export, la mécanique allemande a même enregistré une hausse des ventes de 13,4%, après une forte chute en 2009. Mais si l'activité a redémarré sur notre territoire, l'emploi, lui, n'a pas suivi. La mécanique française a perdu 30 000 postes en 2010. Le secteur emploie aujourd'hui 100 000 personnes de moins qu'il y a dix ans. Les professionnels espèrent que la tendance s'inversera en 2011. La FIM prévoit même la création de 12 000 postes cette année. Après une période de stagnation due à la sous-utilisation des capacités de production, le chiffre d'affaires devrait s'accroître de 5% à la faveur d'une relance des investissements.

Société Générale

FR0000130577

■ Secteur d'activité

Banque

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +13,30%

1 an: +11,21%

5 ans: -57,55%

■ Les points forts de la valeur

- Société Générale se recentre sur la banque de détail et sur la banque de financement et d'investissement, activités qui ont soutenu la croissance avant la crise.
- La banque dispose de positions de leader sur des segments en croissance comme les dérivés actions, les produits structurés et la gestion passive.
- Alors que le secteur se prépare au changement du cadre réglementaire, la banque s'est risquée à avancer des objectifs chiffrés à moyen terme. Une exception dans le secteur. Elle a également précisé ne pas avoir besoin d'une augmentation de capital pour respecter les nouvelles normes prudentielles de Bâle III.
- Tout comme les caisses régionales du Crédit Agricole, les réseaux de la Société Générale devraient adopter, en 2013, une plateforme informatique unique.
- La Société Générale s'efforce depuis le début de l'année de convaincre le marché de sa capacité à tourner la page de la crise financière et économique et celle de l'affaire Kerviel.
- La banque est faiblement exposée à la dette

souveraine des pays européens en difficulté.

■ Les points faibles de la valeur

- Regagner la confiance des investisseurs après deux avertissements sur résultats en 2009 prend du temps. La banque doit aussi réussir à convaincre du réalisme du plan stratégique «Ambition SG 2015» dans un contexte économique toujours difficile.
- La banque pâtit également d'une image ternie par l'affaire Kerviel, les stock-options qui devaient être initialement attribuées à ses dirigeants en pleine crise et les pertes divulguées en gestion d'actifs.
- L'environnement de taux bas pèse sur les activités de banque de détail, plus précisément sur les marges sur dépôts.
- Le rythme de baisse du coût du risque est nettement plus lent que celui de certaines autres banques, notamment BNP Paribas ou HSBC.
- La banque affiche un recul d'activité significatif en Europe Centrale et Orientale ainsi qu'en Russie, où elle se voit confrontée à une dégradation du risque.
- D'une manière générale, la valeur est toujours très volatile, comme l'ensemble du secteur envers lequel les inquiétudes persistent.
- Même si les règles annoncées par le Comité Bâle III mi-septembre 2010 ont été accueillies avec soulagement avec des ratios prudentiels dans le bas de la fourchette des attentes, les marchés s'interrogent sur la validité des «stress tests» (tests de résistance) menés en Europe. Certains estiment qu'ils minimisent le risque pris par certaines institutions.

■ Comment suivre la valeur

- En tant que valeur financière, le titre est influencé par plusieurs éléments: les taux

d'intérêt, dont l'évolution dépend des politiques monétaires (notamment des banques centrales européenne et américaine); l'état des Bourses mondiales, qui influencera ses activités de banque de financement et d'investissement et de gestion d'actifs; les niveaux de consommation et d'épargne des ménages, qui influenceront sur les performances de la banque de détail.

- Le coût du risque reste à surveiller.
- Le retour sur fonds propres (ROE), qui mesure la rentabilité des banques, est l'un des ratios clés du secteur. Les nouvelles normes conduiront structurellement à une baisse de sa rentabilité. Les investisseurs vont toutefois devoir s'habituer à des ROE plus proches de 10% que des 20% connus avant la crise. La SG vise un ROE de 14 à 15% en 2012, contre 10% actuellement.
- Surveiller également la mise en place du dispositif Bâle III qui oblige les banques à augmenter leurs fonds propres pour résister aux crises. Le Comité exige que les établissements financiers affichent, d'ici au 1er janvier 2019, un ratio de solvabilité TIER1 (le noyau dur des capitaux propres des institutions financières) d'au moins 4,5%, contre 2% jusque-là. Un matelas supplémentaire de 2,5% est également exigé. Ce qui porte le pourcentage total à 7%.
- Toutefois, en fixant un ratio de core TIER1 moins élevé qu'attendu et une période d'application très étendue, le Comité de Bâle a réduit le montant de capital que les banques vont devoir lever pour renforcer leur solvabilité, et a ainsi soulagé les marchés.
- Le secteur va devoir réinventer le modèle de la banque de détail pour pallier la baisse des marges dans un environnement de taux bas, patent pendant la crise mais qui pourrait encore durer un peu malgré la légère remontée amorcée

depuis fin 2010.

Le secteur Banque

Si les banques françaises ont enregistré de bons résultats en 2010, le tableau n'est pas si idyllique pour 2011. Après avoir en moyenne abaissé d'un cran la note des banques françaises depuis le début de la crise financière, Standard & Poor's ne devrait relever aucune note dans les prochains mois. Celles de BNP Paribas et du Crédit Agricole ont même été placées sous perspective négative. Les nouvelles exigences en capital imposées par Bâle III constituent un vrai défi pour les établissements français. A l'exception du Crédit Mutuel, leurs niveaux de fonds propres se retrouvent désormais dans le bas de la moyenne européenne. Contraintes de consacrer leurs bénéfices au renforcement de leurs fonds propres, leur politique d'acquisitions risque d'être limitée à court terme. Autre source d'inquiétude: leur exposition à certains pays en difficulté, notamment la Grèce, où les banques françaises sont les plus exposées du secteur. Le Crédit Agricole est particulièrement concerné puisque sa filiale grecque Emporiki a encore creusé ses pertes.

STMicroelectronics

FR0000130577

■ Secteur d'activité

Electronique

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +3,26%

1 an: +12,69%

5 ans: -44,81%

■ Les points forts de la valeur

- STMicroelectronics est le leader européen des semi-conducteurs et bénéficie de bonnes positions concurrentielles dans le monde, avec une cinquième place mondiale.
- Ses ventes sont réparties de manière relativement équilibrée entre ses cinq secteurs d'activité.
- STMicro est l'une des entreprises les plus innovantes de son marché.
- La société est leader mondial dans le domaine des microsystèmes électromécaniques (Mems). Ces capteurs de mouvement sont en plein boom dans les produits grand public.
- Les importants efforts de restructuration réalisés par le groupe devraient lui permettre de sensiblement améliorer ses performances opérationnelles;
- Le secteur a renoué avec la croissance en 2010, sous l'impulsion de la demande chinoise ainsi que du développement des smartphones, des écrans tactiles et autres «netbooks».
- La cession de Numonyx permet à STMicro de se séparer d'une activité peu rentable et soumise à de brusques retournements de la demande.

- Dans un contexte pourtant adverse, STMicro, qui bénéficiait déjà d'un taux d'endettement très faible, a encore assaini son bilan avec une trésorerie nette de 1,5 MdUSD à fin 2010.

■ Les points faibles de la valeur

- Les investisseurs peinent à croire au redressement, échaudés par plusieurs déceptions successives sur le titre.
- L'activité de STMicro reste très dépendante de l'état des secteurs automobile, informatique, industriel et grand public, qui sont très cycliques.
- La situation au Japon, avec la paralysie de nombreuses chaînes de production, notamment de composants électroniques suite au tsunami, pourrait indirectement venir peser sur l'activité de STMicro.
- 2010 a été une année record pour les dépenses d'investissement dans les semi-conducteurs. 2011 sera plus calme avec un retour à des rythmes de croissance normaux.
- Le redressement de ST-Ericsson est compliqué alors que ses deux principaux clients, Nokia et Sony Ericsson, perdent des parts de marché. Les comptes de cette filiale ont, une nouvelle fois, pesé sur les performances du groupe mais également sur le parcours boursier.
- La rentabilité de la société est inférieure à celle des autres poids lourds du secteur. Elle pâtit d'une structure de coûts liée à l'euro.

■ Comment suivre la valeur

- Le secteur est cyclique et très lié à la conjoncture.
- Les fluctuations du cours du dollar sont à surveiller car une variation de 1% du taux euro/dollar se répercute sur les ventes pour un coût compris entre 8 et 10 MUSD.
- Le niveau des stocks mondiaux de semi-

conducteurs est un bon indicateur car, plus ce niveau est élevé, plus la demande sera faible et les capacités de production excédentaires.

- Le succès des nouveaux produits influera sur l'amélioration régulière des performances financières du groupe.
- La société souhaite s'ouvrir à de nouveaux segments de marché comme ceux de l'énergie (produits pour consommer moins) et de la santé.
- La structure de l'actionnariat est à suivre. Le FSI a racheté fin 2010 à Areva sa part au capital de STMicro.

Le secteur Electronique

Selon les professionnels, réunis lors du Salon mondial de l'électronique de Las Vegas, le Consumer Electronics Show (CES), le marché mondial de l'électronique devrait avoisiner le montant record de 1 000 MdUSD (soit 964 MdUSD) en 2011, en croissance de 10%. Ce sont notamment les ventes d'écrans plats qui tireront le marché. Après une forte croissance en 2010 (+11% en volume), le marché des téléviseurs devrait enregistrer une hausse plus limitée cette année (+2%) avec 266 millions d'unités vendues. La technologie LCD poursuivra sa progression pour représenter près des trois quarts des ventes de téléviseurs dans le monde. L'essor de la 3D ne serait toujours pas attendu pour 2011 mais devrait plutôt intervenir en 2012. L'Europe devrait bénéficier cette année d'un marché en hausse de 23%, devant la Chine et l'Amérique du Nord (+15% tous les deux).

Suez Environnement

FR0010613471

■ Secteur d'activité

Services aux collectivités

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier : +0,16 %

1 an : -4,33 %

5 ans : -14,50 %

■ Les points forts de la valeur

- Le n° 2 mondial des services à l'environnement bénéficie de trois grands moteurs de croissance : l'accroissement de la population mondiale et de l'urbanisation, la nécessité de gérer les impacts sur l'environnement, et enfin le renforcement des réglementations.
- La grande part du chiffre d'affaires réalisée auprès des collectivités locales ou des Etats à travers des contrats à long terme confère au groupe une bonne visibilité sur son activité (en France, les collectivités locales, les agences de l'eau et l'Etat représentent 60% de son activité dans l'Eau).
- Le modèle de gestion déléguée qui est celui de Suez Environnement (et de Veolia) devrait fortement se développer, les opérateurs privés fournissant en eau moins de 10% de la population mondiale (contre 65% en France). Ce modèle est moins coûteux pour les clients que celui de la régie.
- 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.

- La prise de contrôle d'Agbar de Barcelona va permettre de créer un deuxième pilier européen dans l'eau.
- Le groupe bénéficie d'une situation capitalistique stable avec un actionnaire de référence, GDF Suez, qui détient 35 % du capital.

■ Les points faibles de la valeur

- Les investisseurs boudent toujours la valeur.
- La crise a mis en évidence la forte exposition d'une partie des activités de Suez Environnement aux cycles économiques alors que le groupe a longtemps été perçu comme défensif.
- Le ralentissement économique a particulièrement touché les activités Déchets liées aux clients industriels et commerciaux, à caractère cyclique.
- Dans un contexte de reprise molle dans la zone euro, où le groupe réalise encore l'essentiel de son activité, la visibilité reste faible, notamment sur les activités Propreté.
- La consolidation dans les comptes de la totalité d'Agbar alourdit la dette nette du groupe de 1,2 MdEUR.

■ Comment suivre la valeur

- La valeur reste considérée comme défensive.
- Les activités liées à l'eau et à la propreté sont fortement consommatrices de capitaux. Les sociétés comme Suez Environnement, qui appartiennent au secteur dit des « utilities », ont traditionnellement un niveau d'endettement élevé et sont en ce sens dépendantes des taux d'intérêt.
- La décote de Suez Environnement sur Veolia n'est pas réellement justifiée, selon les analystes, même si Veolia peut prétendre à une prime de leader du secteur.
- L'intégration d'Agbar est à suivre.
- A partir de juillet 2011, et conformément au

pacte d'actionnaires (qui dure jusqu'en juillet 2013), chaque partenaire du pacte a la liberté de céder ses titres en respectant l'ordre de préemption (aux actionnaires hors GDF, puis GDF puis Suez Environnement). Un renforcement de GDF Suez dans Suez Environnement, qui pose par ailleurs comme préalable la volonté d'un autre actionnaire de se désengager, est peu probable selon les analystes.

Le secteur Services aux collectivités

Le secteur des services aux collectivités (« utilities ») comprend une large gamme d'acteurs intervenant dans les domaines de l'électricité ou de l'environnement avec, entre autres, le traitement des eaux usées et des déchets et la protection de l'air. Les entreprises peuvent proposer une offre « multi-utilities » ou une offre centrée sur un seul produit, l'électricité par exemple. Leurs clients sont des collectivités ou des entreprises industrielles privées.

Technip

FR0010613471

■ Secteur d'activité

Pétrole et parapétrolier

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +7,40%

1 an: +20,92%

5 ans: +54,93%

■ Les points forts de la valeur

- Le spécialiste de l'ingénierie et de la construction de projets clés en main destinés aux secteurs pétrolier et pétrochimique bénéficie de la croissance structurelle de la demande de pétrole avec l'industrialisation et la montée du niveau de vie dans les pays émergents.
- En étant présent sur tous les segments porteurs de la chaîne pétrolière, Technip est bien positionné pour remporter un certain nombre d'appels d'offres lancés par les compagnies pétrolières.
- Technip a mis en place une stratégie qui privilégie la rentabilité plutôt que la conquête effrénée de contrats géants, une plus grande sélectivité des commandes et une meilleure diversité en termes de segments, marchés et zones géographiques.
- Le marché de la construction offshore est dynamique car, selon les spécialistes, plus de 30 gisements de plus de 1 000 mètres de profondeur d'eau entreront en service d'ici à 2014.
- Technip a développé une politique de proximité et bénéficie désormais d'une offre à «contenu local» avec des implantations au Brésil et en Angola. Il a annoncé début 2011 un nouveau projet d'investissement au Brésil, qui lui

permettra de renforcer localement sa capacité de fabrication de conduites flexibles, segment sur lequel il est leader mondial.

- Le groupe a réussi à redresser sa rentabilité.
- Le niveau du carnet de commandes offre une très bonne visibilité sur l'activité du groupe.
- Un bilan solide, avec un taux d'endettement faible, procure au groupe davantage de flexibilité.
- L'action peut présenter un intérêt spéculatif car, avec un actionariat très fragmenté, Technip fait régulièrement l'objet de convoitises.
- L'intégration de la valeur au sein du CAC40 en septembre 2009 a accru sa liquidité.

■ Les points faibles de la valeur

- La visibilité s'améliore sur la reprise des investissements des majors pétrolières, mais les investisseurs attendent avant tout des contrats d'envergure. D'autant que la valeur a connu un beau parcours en 2010 (+40%) avec de nouveaux plus hauts historiques.
- Après un tel parcours, les exigences des investisseurs vont être fortes pour cette année. Or le groupe prévoit un léger tassement de sa marge.
- Les capacités excédentaires du marché restent élevées.
- Technip évolue sur un marché très concurrentiel, marqué par l'apparition de nouveaux acteurs.

■ Comment suivre la valeur

- Le cours de l'action est très lié à l'évolution du prix de baril de pétrole. Les prix élevés actuels rendent beaucoup de projets rentables.
- Les niveaux d'investissements menés par les compagnies pétrolières influent sur l'activité de l'entreprise. Ces compagnies sont confrontées à un double défi : compenser le déclin naturel de leurs champs matures, plus précoce qu'anticipé,

et trouver de nouvelles réserves. Elles vont donc devoir investir massivement.

- Le secteur devrait bénéficier à l'avenir du retour sur le marché de projets retardés et de la reprise progressive de l'activité dans le golfe du Mexique (GoM). L'évolution au sein du GoM sera en effet déterminante puisqu'une réouverture de ce marché pourrait rapidement provoquer une raréfaction de l'offre.
- Un renforcement de la sécurité des forages en mer, suite à la marée noire dans le golfe du Mexique, pourrait se traduire par un surcroît de demande pour les sociétés de services, et qui plus est pour des produits à haute valeur ajoutée.
- Les performances du groupe sont sensibles à l'évolution du cours du dollar.
- Surveiller le carnet de commandes qui permet de prévoir les tendances futures d'activité.
- A suivre notamment les projets du géant brésilien Petrobras qui envisage d'investir plus de 220 MdUSD d'ici à 2014. Technip est l'un des groupes parapétroliers ayant tissé des liens importants avec le Brésilien et pourrait donc en profiter.
- Avec 23% de son activité réalisée au Moyen-Orient en 2009, la conjoncture politique de cette région est à examiner de près.
- Le secteur est en pleine concentration.

Le secteur Pétrole et parapétrolier

L'Agence internationale de l'énergie (AIE) s'inquiète des niveaux de stocks de pétrole, dans un contexte de grandes incertitudes géopolitiques. Elle s'est déclarée prête à apporter ses propres stocks, soit 1,56 milliard de barils (mdbbls), pour

détendre le marché. Elle estime qu'en cas de problème supplémentaire dans les pays arabes, aucune offre de secours n'existe car les capacités de production inutilisées sont tombées à leur plus bas niveau (à 4 mbbls/j). L'AIE a récemment souligné que la consommation de pétrole devrait enregistrer cette année un niveau record du fait du développement des pays émergents, conjuguée à un retour de la croissance dans les pays de l'OCDE. La consommation pourrait donc atteindre plus de 90 mbbls/j d'ici à la fin 2011. L'Opep (Organisation des pays exportateurs de pétrole) puise dans ses réserves pour répondre à cette demande croissante.

Total

FR0000120271**■ Secteur d'activité**

Pétrole et parapétrolier

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +7,84%

1 an: +3,89%

5 ans: -21,80%

■ Les points forts de la valeur

- Total fait partie du «top 5» des compagnies pétrolières.
- Le groupe bénéficie d'une bonne capacité à renouveler ses réserves et à accroître sa production d'hydrocarbures, grâce à la mise en service de nouveaux gisements.
- Le groupe a élargi son champ de compétences aux gaz non conventionnels et renforcé ses positions dans des domaines porteurs (le GNL et les sables bitumineux) et a fait son retour en Irak.
- Sur 2011-2012, Total vise le démarrage de la production de dix nouveaux projets. Ces projets devraient représenter en 2011 une production additionnelle de 50 000 barils par jour (50 kbbls/j) qui compensera le déclin de la base de production.
- Les objectifs 2010-2015 du groupe (hausse moyenne de la production de 2% par an et retour moyen des capitaux employés de 13%) devraient lui permettre de rester au meilleur niveau européen et de se rapprocher du leader ExxonMobil en matière de croissance et de rentabilité, mais également de poursuivre une hausse progressive de son dividende.
- Le titre bénéficie d'ailleurs du statut de valeur

de rendement du fait de la qualité de la génération de ses flux de trésorerie. Conformément à son habitude, le groupe a versé un acompte sur dividende en novembre 2010.

■ Les points faibles de la valeur

- La bonne marche de l'activité est perturbée par plusieurs facteurs: des champs matures qui déclinent plus rapidement qu'anticipé; des nouveaux gisements toujours plus difficiles à mettre en service; les baisses de quotas des pays de l'Opep, qui entraînent des ajustements mécaniques chez les compagnies pétrolières; enfin, des incidents à répétition dans certains pays (Nigeria...).
- La crise structurelle du raffinage a été amplifiée par la crise économique.
- L'image de l'entreprise auprès du grand public est ternie. Après les catastrophes de l'Erika et de l'usine AZF, le groupe est visé en tant que personne morale dans l'affaire «Pétrole contre nourriture» en Irak. La fermeture très médiatisée du site de Dunkerque a un peu plus brouillé son image. Le groupe a été condamné au début de l'été 2010 à rouvrir ce site.

■ Comment suivre la valeur

- Pour toute compagnie pétrolière, la croissance de la production de pétrole et de gaz constitue le nerf de la guerre.
- Les projets de développement de Total doivent être appréhendés sur le long terme.
- Les réductions de capacité dans le raffinage en Europe sont inévitables pour des raisons structurelles liées à la baisse de la demande de produits pétroliers et à la prédominance du diesel dans le parc automobile français.
- L'évolution de la première capitalisation de la Bourse de Paris est très liée aux cours du baril

de pétrole. Pour que le cash-flow du groupe lui permette de payer ses investissements et les dividendes, Total aura besoin en 2011, selon les analystes, d'un niveau de prix du brut situé entre 80 et 90 USD le baril.

- Le cours du dollar par rapport à l'euro est également à suivre car l'augmentation de l'euro par rapport au dollar ampute le résultat opérationnel.
- Les tensions géopolitiques sont 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.

Le secteur Pétrole et parapétrolier

Le cours du baril de pétrole (bbl), très volatile, suit les événements internationaux. Il est reparti à la hausse sous l'effet de l'intervention de la Coalition internationale en Libye. La production de pétrole libyenne serait tombée entre 300 et 600 kbbls/j, contre un niveau de 1,6 mbbls/j avant la rébellion. Le baril de pétrole est actuellement négocié aux environs de 114,5 USD. La Libye est l'un des principaux fournisseurs de gaz et de pétrole des pays européens du fait de sa proximité géographique et ses liens historiques. 27% du pétrole brut italien provient de Libye. La proportion s'élève à 15% pour la Grèce et à plus de 10% pour l'Espagne. Le pétrole libyen est particulièrement apprécié pour sa faible teneur en soufre. De plus, les prévisions d'une hausse durable de la demande d'énergies fossiles au Japon, privé durablement de réacteurs nucléaires suite

au tremblement de terre, tirent également le prix du baril vers le haut. Pour 2010, les principales compagnies pétrolières ont affiché d'excellents résultats. Elles ont bénéficié de l'envolée du cours du baril de pétrole: à 79,44 USD en moyenne en 2010, le prix du baril de Brent de la mer du Nord a augmenté de 29% l'an passé. Les profits de Total, en hausse de 32%, ont franchi la barre des 10 MdEUR. Cette performance est toutefois moins spectaculaire que celles de ses concurrents, ExxonMobil et Shell, dont les bénéfices bondissent de respectivement 58 et 61%. En revanche, le britannique BP a subi une perte annuelle de 4,9 MdUSD, la première depuis 1992. Elle provient essentiellement de la marée noire du golfe du Mexique, dont le coût a été supérieur à 40 MdUSD.

Unibail-Rodamco

FR0000120271

■ Secteur d'activité

Immobilier

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +7,09%

1 an: +9,88%

5 ans: +12,81%

■ Les points forts de la valeur

- Unibail-Rodamco est la première foncière européenne et le leader européen de l'immobilier commercial (premier opérateur, investisseur et développeur).
- Le groupe détient un portefeuille d'actifs de qualité qui comprend des centres commerciaux de grande taille (75% d'entre eux) et à forte fréquentation avec plus de 7 millions de visiteurs par an. Ce recentrage sur les actifs de grande taille est original dans le secteur.
- Le groupe détient 12 des 25 plus grands centres commerciaux d'Europe. En France il possède les cinq centres les plus fréquentés (Les Quatre-Temps à la Défense, le Forum des Halles à Paris, Parly 2 et Vélizy 2 en région parisienne, et la Part-Dieu à Lyon).
- Dans les centres commerciaux, Unibail bénéficie d'une double position de leader: à la fois géographique (en Europe), mais également sur chacun de ses actifs. Cela lui garantit une force de frappe suffisante pour attirer des enseignes leaders et donc accroître la fréquentation des centres.
- Le prix élevé payé par Altea pour le centre

commercial CAP3000 à Nice prouve que les actifs de grande taille bien situés conservent une grande valeur.

- L'immobilier de bureau, activité cyclique, représente moins de 20% de l'activité.
- La foncière a une gestion très active de son portefeuille immobilier. Du fait de sa forte position concurrentielle et de sa solide structure financière, le groupe peut saisir les opportunités qui se présentent sur le marché. D'autant plus que de nombreux acteurs (foncières, fonds d'investissement ou banques) sont prêts à céder des actifs immobiliers.
- La société est généreuse vis-à-vis de ses actionnaires avec une hausse constante du dividende. La foncière a d'ailleurs versé en octobre 2010 un dividende exceptionnel, sous forme de remboursement de capital, d'un montant de 1,8MdEUR, soit 20EUR par action. L'action offre un rendement élevé.

■ Les points faibles de la valeur

- 2010 a été une année de transition, marquée par une indexation des loyers faible voire négative, la perte de loyers due à l'impact des cessions d'actifs réalisées en 2009 et une livraison limitée de nouveaux actifs.
- La diversification géographique est encore limitée: l'Europe Centrale représentait moins de 10% des loyers nets en 2009, tandis que l'activité en France en représentait plus de la moitié (58%).

■ Comment suivre la valeur

- Les performances du groupe sont sensibles à l'évolution du PIB des économies où il est implanté, à l'inflation et au comportement des consommateurs (notamment de leur niveau de confiance). Et ce secteur ne peut pas aller chercher de la croissance supplémentaire dans

les pays émergents.

- L'actif net réévalué (ANR) est une donnée clé du secteur foncier en Bourse. La comparaison du cours de Bourse avec cet ANR par action permet d'apprécier le niveau de valorisation d'une foncière.
- Les perspectives des foncières en termes de cash-flow comme d'ANR sont sensibles aux prévisions macroéconomiques.
- Les foncières restent des valeurs dépendantes du marché de la dette et donc des taux d'intérêt. A la moindre inquiétude sur les valeurs bancaires, elles sont chahutées.
- 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.

Le secteur Immobilier

Les Notaires de France parient sur une progression des prix immobiliers en 2011. Celle-ci devrait dépasser la barre des 10% à Paris et dans les quartiers historiques des grandes métropoles comme Lyon, Nantes et Bordeaux, et rester légèrement inférieure à ce seuil en petite et grande couronnes parisiennes. En province, les hausses attendues seraient comprises entre 3 et 5%. Le marché s'annonce en tout cas plus dynamique au premier semestre 2011 qu'au second: dans le contexte de l'élection présidentielle et de la réforme de la fiscalité du patrimoine, conjuguées à la hausse des

taux de crédits immobiliers, cette fin d'année 2011 devrait plutôt favoriser l'attentisme des investisseurs. Bénéficiant d'une situation financière assainie, les foncières pourraient se lancer dans une vague d'acquisitions. Unibail a récemment annoncé une prise de participation de 7,25% au capital de la Foncière Lyonnaise. Gecina est également une cible pour de futurs acquéreurs.

Vallourec

FR0000120354

■ Secteur d'activité

Métallurgie

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +5,84%

1 an: +9,89%

5 ans: -21,78%

■ Les points forts de la valeur

- Vallourec est le leader mondial du marché des tubes en acier sans soudure, destinés principalement aux secteurs du pétrole et du gaz, de l'énergie électrique ainsi qu'à d'autres applications industrielles, avec environ 10% de part de marché. C'est aussi le leader mondial des solutions tubulaires premium destinées principalement aux marchés de l'énergie.
- Vallourec bénéficie d'un savoir-faire remarquable, reconnu par ses clients.
- La fiabilité de ses tubes permet au groupe de pratiquer des prix élevés, un atout en temps de crise.
- Le nouveau dirigeant du groupe, Philippe Crouzet, qui vient de chez Saint-Gobain, a l'expérience des industries cycliques.
- Avec un programme d'investissement important, Vallourec prépare activement l'après-crise. Le groupe a récemment investi dans le gaz non conventionnel, énergie dont la demande est en plein essor aux Etats-Unis.
- Les investissements réalisés au Brésil, marché à fort potentiel, devraient lui procurer un avantage concurrentiel important.
- Le groupe réalise plus de 40% de son activité dans les pays émergents, un des taux les plus

élevés au sein des sociétés du CAC 40. Il poursuit notamment une stratégie de maillage en Chine avec des prises de participation dans des sociétés locales.

- Grâce à la solidité de son bilan, Vallourec est en mesure de saisir de nouvelles opportunités de développement dans les solutions tubulaires premium.
- Le Fonds stratégique d'investissement (FSI) détient environ 5% du capital, ce qui confirme l'intérêt stratégique de l'activité de Vallourec.

■ Les points faibles de la valeur

- 2011 sera un exercice de redressement mais les marges devraient rester stables. Il faudra attendre 2012 pour les voir s'améliorer.
- Les commandes des tubes pour les centrales électriques reculent du fait des reports d'investissement dans les centrales thermiques en Europe ou d'une concurrence exacerbée en Chine et en Inde.
- L'activité de Vallourec n'est pas exposée au Japon, mais la question du nucléaire constitue pour le groupe le principal enjeu avec le risque de voir de futurs programmes d'investissements gelés.
- Le rendement de l'action est très faible.

■ Comment suivre la valeur

- L'activité cyclique est très sensible à l'évolution de la conjoncture, en particulier aux Etats-Unis. Les performances du groupe sont sensibles à l'évolution du dollar car les coûts de production de ses usines européennes sont majoritairement libellés en euros, alors que leurs revenus s'établissent en dollars.
- La division pétrole et gaz représentant 50% du chiffre d'affaires, le groupe est très sensible au prix du 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. Le titre est donc favorisé dans le cas d'un cours élevé du pétrole.

- A suivre, les projets du géant brésilien Petrobras qui envisage d'investir plus de 220 MdUSD d'ici à 2014. Vallourec compte sur la mise en production de son usine au Brésil pour en profiter.
- Un renforcement de la sécurité des forages en mer, suite à la marée noire dans le golfe du Mexique, pourrait se traduire par un surcroît de demande pour les sociétés de services, et qui plus est pour celles, comme Vallourec, offrant des produits à haute valeur ajoutée.
- Le débat sur la sûreté nucléaire pourrait renforcer les énergies fossiles avec un éventuel impact positif sur le prix du gaz, rendant encore plus rentables les «shale gaz» (gaz de schiste) sur lesquels Vallourec intervient.
- Le capital du groupe est très morcelé, ce qui rend le groupe opérable. Bolloré, qui détient seulement 55% du capital, ne peut être considéré comme un actionnaire de référence.

Le secteur Métallurgie

Bénéficiant d'une hausse des prix des matières premières en 2010, les géants miniers ont affiché d'excellents résultats l'an passé. En effet, les cours de la plupart des métaux industriels et précieux ont atteint des niveaux historiquement élevés, tirés à la fois par une très forte demande en provenance de la Chine et d'autres pays émergents, mais aussi par la reprise économique dans les pays développés. Le brésilien Vale a presque doublé son chiffre

d'affaires (de 46,5 MdUSD) par rapport à celui de 2009. Son bénéfice net est en progression de 30,6%, à 17,3 MdUSD. Le leader mondial des mines, BHP Billiton, a, lui, engrangé les bénéfices les plus importants de son histoire, à 10,7 MdUSD (7,9 MdEUR), durant la première moitié de son exercice (clos fin juin). Le minerai de fer représente à lui seul 40% de ce résultat. Le géant anglo-australien a annoncé un programme d'investissement de 80 MdUSD d'ici à 2015, notamment dans des mines de cuivre, d'uranium et de charbon en Australie. De son côté, l'anglo-australien Rio Tinto a quasiment triplé ses bénéfices en 2010, avec un résultat net de 14,3 MdUSD. Il a repris sa croissance externe l'an passé en faisant une offre amicale de 3,9 MdUSD (3 MdEUR) sur Riversdale, un producteur australien de charbon à coke. Quant au français Eramet, après avoir enregistré un bond de 33% de son activité l'an passé (à plus de 3,5 MdEUR), il devrait doubler ses investissements en 2011, à environ 600 MEUR.

Veolia Environnement

FR0000124141

■ Secteur d'activité

Services aux collectivités

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +3,13%

1 an: -5,75%

5 ans: -52,75%

■ Les points forts de la valeur

- Veolia est le leader mondial des services à l'environnement.
- Le groupe bénéficie, comme les autres acteurs du secteur, de réglementations favorables dans les pays matures et des besoins croissants dans les secteurs de l'eau et des déchets au sein des pays émergents.
- Le modèle de gestion déléguée qui est celui de Veolia (et de Suez Environnement) devrait fortement se développer, les opérateurs privés fournissant en eau moins de 10% de la population mondiale (contre 65% en France). Ce modèle est moins coûteux pour les clients que celui de la régie.
- La moitié de son résultat opérationnel est récurrente. Les contrats sont signés sur le long terme.
- Antoine Frérot, le nouveau directeur général, va se concentrer sur le développement du groupe dans les actifs à plus forte marge. Il veut faire de Veolia le leader du développement durable.
- Le groupe dispose des technologies de pointe dans le tri et fait preuve d'innovation dans le

recyclage de produits dangereux.

- Veolia ne cesse de développer son activité à l'international, limitant ainsi sa dépendance à un seul marché.
- Pour réduire son endettement, l'entreprise a mis en place un plan de cession ambitieux qu'elle mène tambour battant.
- L'action présente un rendement attrayant de plus de 6%.

■ Les points faibles de la valeur

- La crise a quand même révélé le caractère cyclique de l'activité Propreté de Veolia et la dépendance de l'activité Recyclage aux cours des matières premières recyclées.
- La croissance interne de Veolia est nettement plus faible que celle de Suez Environnement.
- Les prévisions pour 2011 ont été jugées trop conservatrices et ont refroidi les marchés.
- Les métiers de Veolia sont des métiers de long terme. La rentabilité du groupe met donc du temps à se redresser.
- Contrairement à son concurrent Suez Environnement, Veolia a acheté des sociétés au prix fort en 2007 et 2008, juste avant la crise, et il doit affronter la conjoncture actuelle avec une dette trop lourde à porter. Certains analystes considèrent que la dette de Veolia constitue un frein majeur à sa croissance, l'amenant à renoncer dans le futur à des projets d'envergure.
- Le groupe a perdu la confiance des marchés suite à des déceptions répétées. Il faudra du temps pour la regagner. Les analystes estiment que la visibilité est meilleure sur Suez Environnement.

■ Comment suivre la valeur

- Veolia a longtemps été perçue comme une valeur défensive et de croissance. Mais, depuis

la crise de la dette, la valeur est boudée par les investisseurs. Elle reste cependant une valeur de rendement.

- Les activités liées à l'eau et à la propreté sont fortement consommatrices de capitaux. Dans le secteur des « utilities », les groupes sont fortement endettés et donc dépendants de l'évolution des taux d'intérêt.
- Les investisseurs seront attentifs au rythme des cessions, à la poursuite du désendettement et au redressement des dernières acquisitions.
- Le rapprochement de Veolia Transport avec la société Transdev est effectif depuis mars 2011. Une mise en Bourse est envisagée, mais probablement pas avant 2012 et si les conditions de marché le permettent. Une déconsolidation du transport améliorera la perception du groupe par le marché, grâce à un recentrage sur les activités uniquement liées à l'environnement et à l'énergie.
- Le groupe est facilement opérable du fait d'un capital éclaté.

Le secteur Services aux collectivités

Les groupes français d'environnement ont enregistré de bonnes performances en 2010. Suez Environnement, le spécialiste de l'eau et du traitement des déchets, a affiché une progression de son chiffre d'affaires de 12,8%, à 13,87MdEUR, après un recul de 0,6% en 2009. Cette bonne performance provient à la fois du gain de nouveaux contrats et des acquisitions menées. La plus significative d'entre elles est la prise de contrôle totale de l'espagnol Agbar, qui a généré une plus-value exceptionnelle. Le résultat net s'est envolé de 40,1% (à

565 MEUR). Si Veolia Environnement a enregistré une augmentation de 2,5% de son chiffre d'affaires, à 34,8MdEUR, il n'est toutefois pas parvenu à récupérer la totalité des volumes de déchets d'avant la crise. A fin 2010, la croissance organique affichait cependant 8% et le résultat net part du groupe se maintenait à 581MEUR. Du côté des énergéticiens, GDF Suez a, lui, changé de dimension dans l'électricité. En effet, deux ans après la fusion entre Gaz de France et Suez, le groupe français s'est emparé du britannique International Power. Cette opération fait de GDF Suez le deuxième producteur mondial d'électricité, derrière EDF. Le groupe va se renforcer aux Etats-Unis, au Moyen-Orient et en Asie.

Vinci

FR0000125486

■ Secteur d'activité

Construction - BTP

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +10,23%

1 an: +6,84%

5 ans: +11,96%

■ Les points forts de la valeur

- Vinci est le leader mondial du BTP et des concessions, deux métiers complémentaires: la concession d'autoroutes (60% du résultat opérationnel) dépend très peu des cycles économiques et compense en grande partie la cyclicité de l'activité de construction.
- Avec ASF, Cofiroute et Escota, Vinci est le plus grand acteur français sur le marché autoroutier. Il contrôle près de la moitié du réseau français. En plus des autoroutes, Vinci est présent dans les parkings, les aéroports et les tunnels.
- La concession d'autoroutes nécessite de lourds investissements au départ, mais offre une excellente visibilité par la suite. La concession est accordée par l'Etat pour de très longues durées, proches de trente ans. Les augmentations de tarifs sont calculées en fonction de formules tenant compte de l'inflation.
- Cette activité génère un important cash-flow. Elle est également très rentable et environ dix fois supérieure à celle des métiers de travaux du groupe. Le développement de l'automatisation des péages permet d'améliorer encore la rentabilité.
- Le carnet de commandes se situe à un niveau historique, ce qui confère une très bonne visibi-

lité sur les perspectives de croissance.

- L'acquisition, en septembre 2009, de Cegelec, spécialisé dans l'ingénierie électrique, est jugée comme une avancée stratégique prometteuse.
- Vinci a pleinement adapté son modèle opérationnel aux exigences nouvelles du marché, de plus en plus demandeur de solutions intégrées, tous corps d'état. Le groupe peut gérer toutes les phases du projet: l'amont (conception, programmation et financement), l'équipement puis l'exploitation de l'ouvrage; ce modèle opérationnel permet à Vinci de s'imposer comme partenaire privilégié des autorités publiques.
- L'annonce de l'entrée dans le capital de Vinci du fonds souverain Qatari Diar est positive: le groupe commence ainsi à structurer son capital jusqu'alors très ouvert.

■ Les points faibles de la valeur

- Le redémarrage de l'activité BTP dépendra de la vitesse de mise en œuvre de certains projets en France, notamment des lignes de TGV. Les différents plans de relance dans les pays développés sont d'une manière générale plus lents que prévu à mettre en œuvre.
- La branche Construction dégage une rentabilité très faible.
- Malgré une politique de réduction de la dette, la structure financière reste tendue.
- Vinci est encore très présent en France, ce qui limite le bénéfice qu'il peut tirer du développement dans les pays émergents.

■ Comment suivre la valeur

- L'intérêt que suscite Abertis, le leader européen de la gestion d'infrastructures, pourrait relancer celui des investisseurs pour les autoroutes à péages et permettre une revalorisation des autres valeurs du secteur.

- 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 chiffre d'affaires de la branche Concession dépend de la croissance du trafic de véhicules, notamment de celle des poids lourds, plus sensible aux cycles économiques.
- Le carnet de commandes est à surveiller car un niveau élevé rassure sur l'activité future du groupe.
- La stratégie d'internationalisation du groupe est également à suivre.

Le secteur Construction - BTP

Le 26 octobre 2011, l'obligation de construire des immeubles labélisés BBC (bâtiments basse consommation), respectant la réglementation thermique RT 2012, entrera en vigueur pour les bureaux et les équipements publics. Cette obligation sera effective le 1er janvier 2013 pour les logements. Depuis le 1er janvier, les aides au logement, comme le PTZ+, réservé à l'acquisition d'une résidence principale, et le dispositif Scellier, pour l'investissement locatif, se révèlent déjà plus intéressants pour les logements économes en énergie.

Vivendi

FR0000127771

■ Secteur d'activité

Communication et Médias

■ Performances (au 3 mai 2011)

1er janvier: +3,51%

1 an: +4,92%

5 ans: -26,19%

■ Les points forts de la valeur

- Vivendi est le n°1 mondial des jeux vidéo et de la musique. C'est aussi le leader français et marocain des télécoms ainsi que le leader français de la télévision payante.
- L'annonce par Canal+, en mars 2011, du lancement d'une chaîne de TNT gratuite sur le canal Bonus, qui devrait être attribué fin 2011 ou début 2012, est une bonne nouvelle pour sa maison mère, Vivendi. Des synergies pourront être dégagées avec les chaînes payantes.
- Vivendi bénéficie de la prépondérance des abonnements dans ses recettes (75%) du fait de ses activités de télécoms (SFR, Maroc Télécom) et de télévision à péage (Canal+). Il bénéficie ainsi de revenus récurrents qui offrent une bonne visibilité.
- Le groupe accroît son exposition aux pays émergents. Les analystes sont très positifs sur les perspectives de croissance du fournisseur d'accès à Internet brésilien GVT, acquis en 2009.
- Le rachat tant attendu des 44% détenus par Vodafone dans SFR vient enfin d'être annoncé début avril. Cette opération va permettre à l'opérateur mobile d'avoir une situation actionnariale claire, comme ses concurrents.
- Vivendi distribue au moins 50% de son résultat

net chaque année sous forme de dividende. Le rendement (7% environ) est l'un des plus élevés au sein du CAC 40.

- Le rachat des minoritaires de SFR va également augmenter mécaniquement le dividende que Vivendi reverse à ses actionnaires.
- Cette opération accélère le recentrage du groupe et devrait permettre une réduction de la décote de holding appliquée en Bourse.
- Le rachat des minoritaires de SFR facilitera l'accès de Vivendi au cash. Ceci permettra au groupe de bénéficier d'une flexibilité financière plus importante.
- Vivendi a lancé la cession de ses 20% dans le groupe de médias américain NBC Universal. En plus de 2 MdUSD, Vivendi devrait recevoir un solde de 3,8 MdUSD.

■ Les points faibles de la valeur

- Le modèle de croissance d'Universal Music Group peine à convaincre. Cette activité pâtit de la baisse de la demande de CD, de la diminution des redevances et du faible programme de sorties d'albums.
- L'environnement est moins favorable pour l'activité Télécoms: en France, la réglementation s'est durcie avec une nouvelle taxe audiovisuelle, la régulation des prix de détail et la baisse brutale des prix de gros. Au Maroc, aussi, la réglementation des télécommunications est plus contraignante pour sa filiale Maroc Telecom; les positions concurrentielles de SFR sont menacées par l'attribution d'une quatrième licence mobile à Free (Iliad) et les offensives commerciales récentes de France Télécom.
- La pression fiscale sur Vivendi pourrait augmenter. Le gouvernement pourrait remettre en cause le mécanisme du Bénéfice mondial consolidé. Par ce mécanisme négocié avec

Bercy et qui court jusqu'à fin 2011 (et peut être reconduit), Vivendi intègre dans son périmètre fiscal toutes ses filiales (même celles qui ne sont pas détenues à 90%). Par ailleurs, la TVA sur les offres «triple play» (Internet, télévision, téléphone) des opérateurs télécoms a été augmentée.

■ Comment suivre la valeur

- L'action est une valeur défensive du fait de la présence de Vivendi dans différents métiers qui lui procurent des revenus récurrents. C'est aussi une valeur de rendement.
- Le rachat des minoritaires de SFR est une étape importante. Le marché espère également le rachat des minoritaires de Canal+ France. Lagardère va mettre en Bourse sa participation. Initialement prévue en avril, l'opération est repoussée en raison de la volatilité des marchés suite au drame japonais et aux risques géopolitiques au Moyen-Orient.
- Le montant de la provision (550 MEUR passés en 2009) destinée à la «class action» (action collective) menée aux Etats-Unis pour des actes remontant aux années 2000 pourrait diminuer. Cela serait bien accueilli par les investisseurs. Le juge en charge du dossier a en effet décidé d'exclure de la procédure tous les actionnaires qui n'ont pas acheté leurs titres sur un marché américain, soit 80% des plaignants potentiels.

Le secteur Communication et Médias

Les spécialistes estiment que 2011 devrait être une bonne année pour les médias français. La croissance des investissements publicitaires devrait se poursuivre, notamment dans la télévision et sur

Internet. Dans le domaine de la télévision, la prochaine évolution importante sera l'arrivée en France, début avril, des premiers téléviseurs dotés de la norme HBBTV («Hybrid Broadcast Broadband TV»). Elle a été définie à la fois par les diffuseurs (tels que TF1, France Télévisions, Canal+) et tous les constructeurs (comme LG, Samsung, Sony...). L'objectif est d'aboutir à la «télévision connectée», qui regroupera les flux issus des chaînes de télévision et ceux issus de l'Internet. Des négociations sont actuellement en cours entre les chaînes et les fabricants pour savoir quels services seront proposés à l'utilisateur. Les chaînes souhaitent continuer à maîtriser leurs programmes à travers la mise en place d'un label baptisé «TNT 2.0». Si les constructeurs respectent leurs exigences, notamment celle excluant l'incrustation de services durant leurs programmes, ils pourront apposer ce logo.