

AST GROUPE (15/04/08 clôture)

Cours **5,12 €**

Objectif **12,96 €**

Exercice 12 mois	CA M€	Rop M€	Marge/ Rop %	RN M€	BPA €	Var %	PE x	VE/CA x	VE/Rop x	Rdt Net %
2006	89,7	11,7	13,0%	7,7	0,83		6,2	0,36	2,8	2,9%
2007	90,6	6,5	7,2%	5,1	0,60	-27,8%	8,5	0,36	6,9	3,3%
2008e	108,8	8,0	7,4%	6,1	0,60	0,8%	8,5	0,30	4,0	3,1%
2009e	146,6	12,9	8,8%	9,5	0,93	54,1%	5,5	0,22	2,5	4,7%
Capitalisation		43,36 M €			DN/CP 2007		-51%			
Flottant		25%			MNEMO		ASP			
Nombre de titres dilué		10,16 M			ISIN		FR0000076887			
Extrêmes 52 semaines		17,45€/ 4,05€			Reuters	ASTP.PA		Bloomberg	ASP FP	

Cap sur 2010

Le 9 avril 2008, la direction d'AST Groupe a communiqué sur les résultats de l'exercice 2007. Le chiffre d'affaires est de 90,6 M€, en croissance de +15,4% après déconsolidation de Clairvie. Hors plus-value liée à la variation du périmètre, le Résultat opérationnel s'élève à 4,7 M€, soit 5,18% de marge opérationnelle. Le Résultat net hors activités arrêtées est de 3,3 M€ (3,58% de marge nette). La cession de Clairvie a apporté deux points de marge nette en plus et lisse ainsi la variation annuelle nominale. En 2007, le Groupe a réalisé 1 478 ventes en Diffus et 196 en Promotion, soit une croissance annuelle des ventes de +24,5%. Au 31 décembre, il détenait un portefeuille de 1 146 contrats signés et 682 chantiers en cours. Ultérieurement, le Groupe a précisé qu'au premier trimestre de 2008 le chiffre d'affaires s'élève à 26,9 M€, dont 70,6% en Diffus et 29,4% en Promotion. Pour comparaison, au premier trimestre de 2007, le CA était de 18,3 M€, dont 72,4% en Diffus et 27,6% en VEFA.

AST Groupe a conquis deux nouvelles régions : Midi-Pyrénées et Franche-Comté, tout en renforçant sa présence commerciale dans les quatre régions déjà ouvertes. Au premier trimestre de 2008, cette expansion continue avec trois agences et un centre technique installés en Ile-de-France. Deux agences de plus dans cette région et des ouvertures de points commerciaux en Lorraine sont programmées pour le S2 de l'année en cours.

Nous considérons l'exercice 2007 comme exceptionnel pour AST Groupe, puisque l'entreprise a subi une forte pression sur sa rentabilité, provenant de sources extérieures et de la volonté du management de maintenir le rythme de croissance dans un contexte jugé temporairement défavorable. Nous anticipons l'atténuation de la majorité de ces contraintes en 2008 et prévoyons un regain d'environ deux points de marge opérationnelle par rapport à 2007 hors effet Clairvie. Les statistiques sur le marché du logement témoignent d'un ralentissement des autorisations délivrées qui se traduira par une baisse de l'activité des sous-traitants. Ainsi, ils seront disponibles pour collaborer avec des maîtres d'œuvre aux

carnets de commandes bien garnis, dont AST fait partie. Par ailleurs, la tendance haussière des matières premières semble s'essouffler aussi. Il est donc raisonnable de prévoir une reconstruction de la marge brute du Groupe, qui retournera progressivement vers les niveaux historiques.

Lors de la réunion SFAF, la direction a dévoilé son projet de développement dans la construction de maisons en bois. Plus écologique et plus facile à construire, nous l'attendons comme un vecteur de croissance original et fortement rentable. L'état d'avancement actuel ne permet pas d'estimer précisément son impact sur le Groupe. Des renseignements supplémentaires seront donnés suivant un calendrier indicatif qui s'étale sur quatre ans. Il prévoit deux années de conception et d'études préliminaires, suivies par une phase de déploiement industriel en 2010 et la mise en production à partir de 2011.

La présentation des résultats annuels organisée par le Groupe a apporté les clarifications nécessaires pour dissiper les incertitudes quant à l'évolution de la rentabilité et au développement stratégique et commercial d'AST. Elle nous a permis d'enrichir notre modèle de valorisation et d'ajuster nos hypothèses par rapport aux anticipations du management.

La valorisation par la méthode des DCF nous donne un cours de 15,3 €, logiquement revu à la hausse suite à la réduction de l'incertitude autour des marges d'AST. Ce prix ne semble pas déraisonnable comparé au potentiel du titre et au fait que des niveaux de cours pareils ont été atteints et dépassés dans le passé proche.

Les comparables boursiers d'AST le valorisent à 6,1 € par action, reflétant toujours la crise financière actuelle mais pas nécessairement la santé du secteur de la construction en France, fondamentalement différent de son équivalent américain et de certains marchés européens sous pression actuellement. Pour cette raison, nous sous-pondérons le poids de cette méthode dans notre valorisation finale.

Compte tenu des faits exposés, notre valorisation moyenne par action est de 12,96 € après dilution. Nous rappelons que le Groupe envisage l'attribution d'une action gratuite pour cinq détenues et un dividende de 0,17€/action pour les 8,47 M d'actions existantes, sous réserve d'approbation par les actionnaires lors de l'assemblée générale prévue pour le 9 juin 2008.

***Avertissements :** Ce document ne saurait être considéré comme une offre commerciale. L'objectif de cette étude est la présentation du business model de l'entreprise et une approche de sa valorisation. CASSAGNE GOIRAND Associés a fondé le présent document sur des informations provenant de sources considérées comme fiables mais ne les a pas soumises à des vérifications indépendantes. CASSAGNE GOIRAND Associés ne donne aucune garantie et décline toute responsabilité quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. La présente étude a été communiquée à la Société préalablement à sa publication. Aucun dirigeant et aucun membre du personnel de CASSAGNE GOIRAND Associés n'est actionnaire de la valeur sous revue. CASSAGNE GOIRAND Associés a signé avec cette société un contrat de conseil pour la promotion et le suivi de son titre auprès des investisseurs.*