

AST Groupe

10 octobre 2006

Elle a tout d'une grande...

Construction & Matériaux

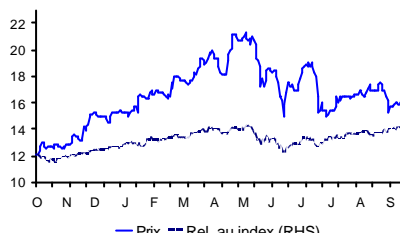
France

Cours € 16,00

Objectif € 20,50

Acheter

Initialisation de couverture



Source: Thomson Financial Datastream

Exercice au 12.31	2005	2006E	2007E	2008E
Chiffre d'affaires (m €)	55,3	88,3	104,9	137,4
E.B.E. (m €)	8,0	12,9	16,2	21,5
Résultat net (m €)	4,5	7,2	10,0	13,4
BPA retraité* (€)	0,53	0,85	1,18	1,58
BPA publié (€)	0,53	0,85	1,18	1,58
Dividende net (€)	0,13	0,21	0,29	0,39
P/E de référence (x)	19,6	18,7	13,6	10,1
Rendement (%)	1,3%	1,3%	1,8%	2,4%
VE / E.B.E. (x)	9,4	9,0	7,1	4,9

Source: KBC Securities

*Retraité des survaleurs et exceptionnels

Reuters ASP.PA
Bloomberg ASP FP

www.ast-groupe.fr

Cap boursière € 136m
Nbre de titres 8,5m
Vol. Quotidien € 0,06m
Flottant 25,31%

Prochain événement

Chiffre d'affaires 3T06 : 12 octobre 2006

Performances	1m	3m	12m
Absolute	-6%	-16%	30%
Rel.SBF250	-10%	-21%	10%
Relatif au secteur	-6%	-16%	23%
extrêmes 12 mois	€ 21,27/12,05		

Raphaël Hillaire
Financial Analyst - Paris
KBC Securities France SA
+33 1 53 05 35 62
r.hillaire@kbcsecurities.fr

KBC Securities does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as a single factor in making their investment decision.

AST Groupe est un acteur du marché français de la construction de maisons individuelles. La société est un prestataire de services avec une structure de coûts très flexible, la construction étant entièrement sous-traitée. AST Groupe est une valeur de croissance, affichant des marges élevées et un bilan sain. En conséquence, nous initions la couverture du titre avec une recommandation Acheter et un objectif de cours de 20,5 €

- Malgré le ralentissement observé au deuxième trimestre 2006, le marché de la construction de maisons individuelles reste porté par **le décalage structurel entre l'offre et la demande de logements**. La très forte croissance de l'activité d'AST Groupe est la démonstration de **la pertinence du positionnement de son offre**, tant sur le marché du Diffus que de la Promotion.
- Bien que les ventes aient plus que doublé en 2005, le groupe démontre sa capacité à maintenir **des marges élevées** grâce à son organisation très structurée et à un modèle économique vertueux.
- La trésorerie abondante et les ambitions du management laissent envisager **une politique de croissance externe dynamique**.
- Par les méthodes de valorisation par DCF et comparables boursiers, nous obtenons **un objectif de cours de 20,5€ soit un potentiel proche de 30 %**
- **Nous initions la couverture de la valeur AST Groupe avec une recommandation Acheter.**

Sommaire

Argumentaire d'investissement	3
Analyse SWOT	4
Une croissance impressionnante	5
Un marché structurellement porteur	5
Adéquation de l'offre d'AST aux besoins du marché	6
Visibilité et croissance	7
Un défi relevé : maintenir des marges élevées	10
Des marges supérieures à la moyenne du secteur	10
L'organisation d'une grande entreprise	10
Une amélioration des marges attendue	11
La stratégie de croissance externe	13
Un marché atomisé qui bénéficie aux grands acteurs	13
Une ambition et les moyens d'un fédérateur	13
Valorisation	15
22,4 € par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles	15
14,9 € par la méthode de la valorisation par les comparables	16
Données financières	17
Disclosure & Disclaimers section	19

Argumentaire d'investissement

*Solide performance d'AST
Groupe sur le marché de la
construction de maisons
individuelles*

Le marché français de la construction individuelle est porté par des facteurs structurels. Après deux années de croissance à deux chiffres, le rythme décélère, mais cependant AST Groupe continue d'afficher des taux de croissance impressionnants. L'adéquation de l'offre à la demande, notamment celle des primo-accédants aux revenus modestes, porte ses fruits. De plus, le groupe développe depuis plusieurs années une activité de Promotion, dont le taux de croissance élevé en France ne fléchit pas, soutenu par les pouvoirs publics désireux de densifier les zones d'habitation.

*Une structure de coûts flexible
et des marges élevées.*

AST Groupe se présente en tant que prestataire de services et affiche une structure de coûts très flexible. En effet, si la société vend des maisons individuelles, la construction est entièrement sous-traitée. Cependant, à la différence de bon nombre d'acteurs du secteur, AST Groupe a pris le parti de gérer lui-même les achats et la logistique des matériaux nécessaires à la construction, ne sous-traitant uniquement que la main d'œuvre. Cette particularité du business modèle permet au groupe d'afficher une rentabilité d'exploitation nettement supérieure à la moyenne de la profession.

Une organisation efficace

La difficulté principale n'est pas de vendre les maisons mais de les construire dans les délais. Or, AST Groupe a mis en place des procédures et modes opératoires à tous les niveaux et a développé en interne un ERP performant lui permettant de gérer en temps réel ses chantiers. Le maintien de la marge de l'activité Diffus au S1 2006 malgré l'explosion des ventes en 2005 est la démonstration de l'efficacité de la structure.

*AST est bien placé pour profiter
d'un ralentissement plus
marqué du marché*

Si le risque d'un ralentissement plus marqué du marché n'est pas négligeable, nous estimons que AST Groupe est positionné pour en profiter et poursuivre ses gains de parts de marché tout en conservant son niveau de marge élevé. Par ailleurs, des dossiers de croissance externe sont en cours d'étude et pourraient apporter un news flow favorable d'ici la fin de l'année.

*AST Groupe est une valeur de
croissance*

AST Groupe se présente comme une valeur de croissance, avec des marges élevées et un bilan sain. La méthode de valorisation par actualisation des flux de trésorerie disponible nous donne une valorisation de 22,4 €. La méthode de valorisation par comparables, moins pertinente du fait des spécificités financières d'AST Groupe, nous donne une valorisation de 14,9 €.

Nous initions la couverture du titre avec une recommandation Acheter et un objectif de cours de 20,5 €, soit un potentiel proche de 30 %.

Analyse SWOT

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none">• Organisation structurée et adaptée à la forte croissance.• Capacité de contrôle du prix de revient et structure de coût flexible.• Offre particulièrement adaptée à la demande.• Trésorerie abondante.	<ul style="list-style-type: none">• Cannibalisme entre certaines marques de la gamme.• Ratios de valorisation supérieurs aux comparables.• Hausse du cours de 30 % sur 12 mois.• Volume boursier moyen quotidien faible.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none">• Développement du modèle dans de nouvelles régions.• Une exposition au marché de la Promotion porté par les pouvoirs publics.• Gains de parts de marché supplémentaires par la croissance externe.	<ul style="list-style-type: none">• Pression sur les prix des matières premières et des sous-traitants.• Ralentissement plus marqué du marché.• Difficulté à maintenir les forces vives des sociétés acquises.• Inflation du prix des cibles potentielles.

Source : KBC Securities

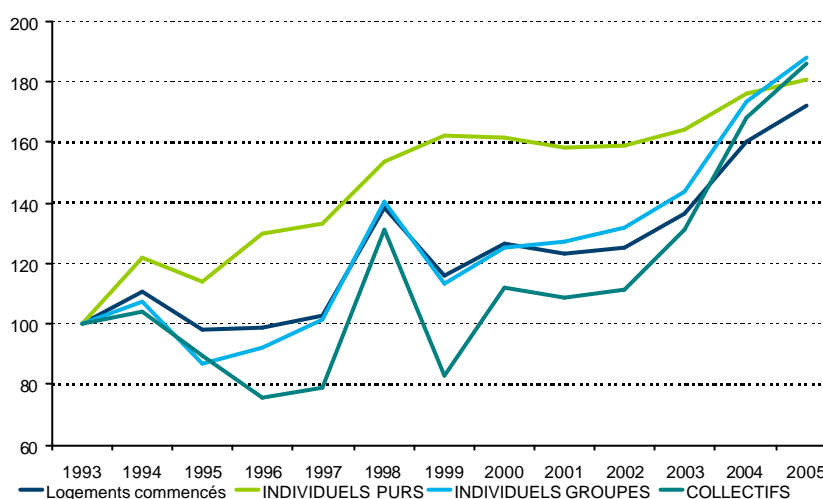
Une croissance impressionnante

Un marché structurellement porteur

Après des années de très forte croissance...

Le marché français de la construction de maisons individuelles est porté par des facteurs structurels. La hausse des loyers et des prix de l'ancien motive la volonté d'accession à la propriété. Cette dernière est stimulée par des taux d'intérêt faibles et l'allongement des durées d'emprunt qui peuvent aller jusqu'à 30-35 ans. La croissance du nombre de ménages face à une offre réduite amène à un déficit structurel de logements disponibles. Ainsi, les incitations des pouvoirs publics se multiplient pour favoriser l'accès à la propriété. Enfin, le souhait de devenir propriétaire d'une maison individuelle est très élevé dans la population française.

Logements commencés par type de construction



Source : Ministère de l'équipement

... le marché de la construction semble ralentir

Ces différents éléments ont amené le marché sur des taux de croissance à deux chiffres en 2004 et en 2005. Cependant, **on observe une décélération plus marquée sur le deuxième trimestre 2006**, notamment dans les autorisations de logements individuels purs.

Logements ordinaires autorisés selon le type de construction

	T1 2005	T1 2006	Variation	T2 2005	T2 2006	Variation	S1 2005	S1 2006	Variation
Logements autorisés	110 797	131 561	18,7 %	118 323	133 645	12,9 %	229 120	265 206	15,7 %
Individuels purs	48 754	52 680	8,1 %	51 744	52 326	1,1 %	100 498	105 006	4,5 %
Individuels groupés	13 913	16 521	18,7 %	15 024	18 010	19,9 %	28 937	34 531	19,3 %
Collectifs	48 130	62 360	29,6 %	51 555	63 309	22,8 %	99 685	125 669	26,1 %

Source : Ministère de l'équipement

Les logements individuels purs correspondent aux constructions de maisons individuelles (CMI), les logements individuels groupés aux programmes de promotion horizontale (VEFA), et les logements collectifs aux promotions verticales.

Le marché devrait rester porteur car le décalage entre l'offre et la demande de logements demeure structurel

Faut-il s'inquiéter de cette décélération ?

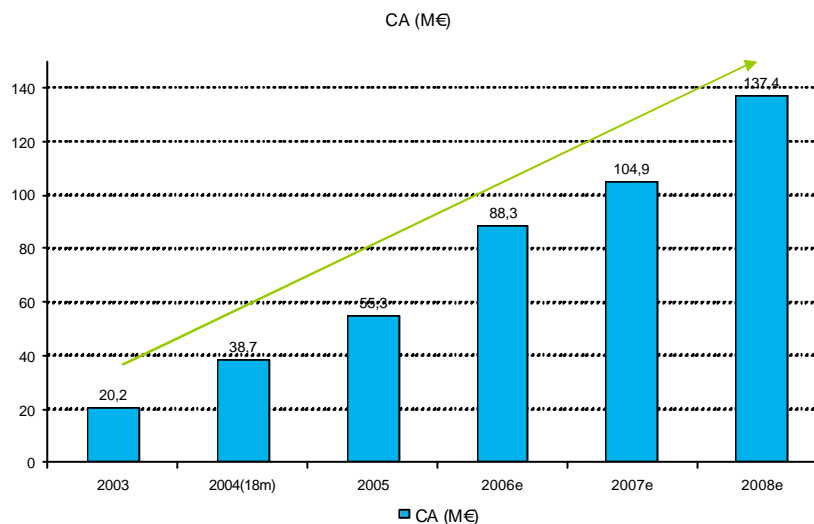
- Clairement, **la capacité d'endettement des ménages et leur solvabilité se sont réduites** avec une diminution du pouvoir d'achat et une moindre marge à la hausse de la durée des emprunts immobiliers, facteur supplémentaire de stimulation de la demande avec le niveau bas des taux d'intérêt.
- Cependant, **une forte hausse des taux d'intérêts n'est pas d'actualité** aujourd'hui, et la **capacité d'emprunt des ménages français reste encore extensible**, au regard des pratiques bancaires plus flexibles et de la part de propriétaires plus grande dans la population chez certains voisins européens.
- Par ailleurs, **le marché de la maison individuelle est porté par des facteurs structurels** tels que la croissance de la population et des ménages, la volonté affichée de vivre en logement individuel en propriété, la migration de la population hors des grands centres urbains et surtout, le déficit structurel de logements qui amène le soutien des pouvoirs publics.

Si un ralentissement semble amorcé, le marché devrait rester porteur.

Adéquation de l'offre d'AST aux besoins du marché

Grâce à une adéquation de son offre à la demande, **AST Groupe affiche une croissance de son activité bien supérieure à celle du secteur.**

Evolution du CA d'AST Groupe (2003-2008E)



Source : société, estimations KBC Securities

La très forte croissance des ventes démontre la pertinence du positionnement de l'offre d'AST Groupe

Ainsi, en 2005, les ventes ont augmenté de 118 %.

La large gamme de produits couvre l'ensemble du marché. La palme revient à la marque Top Duo, produit s'adressant aux primo-accédants aux revenus les plus modestes. La construction du gros œuvre est assurée par AST et la conduite des travaux de second œuvre gérée par le client grâce à un recueil de procédures. Les prestations sont réalisées par des entreprises présentées par AST avec les mêmes garanties. Ainsi, la qualité reste préservée.

Cette offre permet de solvabiliser un segment de clientèle et répond aux préoccupations actuelles du marché. En effet, avec la hausse du foncier, les constructeurs doivent être capables de proposer aux acheteurs des maisons de moins en moins chères, alors même que les coûts de construction augmentent.

La véritable demande reste celle des primo-accédants.

Une présence sur le marché de la Promotion soutenu par les pouvoirs publics

Le groupe a développé une expertise de recherche de foncier pour le client, ce dernier rencontrant de plus en plus de difficultés à le trouver du fait de sa raréfaction.

Cette capacité de fournir du foncier au client pour lui vendre une maison passe également par **le développement de l'activité Promotion**. AST Groupe se porte alors lui-même acquéreur du terrain pour le revendre couplé à une maison.

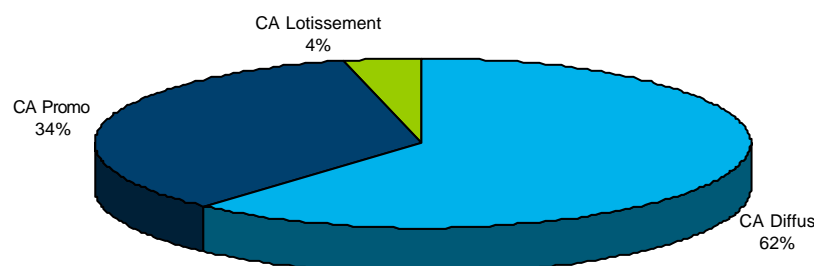
Si cette activité à plus forte intensité capitalistique peut paraître plus risquée, le management encadre minutieusement tous ses projets : l'acquisition des terrains est conditionnée à l'obtention des permis de construire et le groupe précommercialise l'ensemble des produits avant de démarrer la construction.

Le marché de la construction de maisons individuelles en groupé bénéficie du soutien des pouvoirs publics souhaitant améliorer le paysage urbain et privilégiant la densification de la population.

Visibilité et croissance

Le CA se répartit en trois activités :

Répartition du CA 2006 estimé



Source : estimations KBC Securities

Pas d'inquiétude sur 2006...

Le CA du premier semestre 2006 s'inscrit en forte hausse (+ 48,1 % et + 42,2 % à périmètre constant) à 43 M€ Le management a relevé son objectif de CA pour l'ensemble de l'exercice de 85 M€ à 88 M€, en ligne avec nos attentes (88,3 M€). Cette information n'est pas surprenante, la communication financière ayant toujours un biais prudent très affirmé. Ainsi, cet objectif pourrait même être légèrement dépassé.

Le métier de la construction de maisons individuelles offre une visibilité moyenne de 12 mois. Ainsi, **l'indicateur clé est le nombre de ventes nettes qui permet d'approcher le CA du groupe pour l'année n+1.**

Dans le diffus, logements individuels purs, le délai moyen entre la signature de l'acte de vente et la livraison de la maison est de douze mois, dont quatre mois pour la construction, délai nettement inférieur à la moyenne nationale de onze mois. Dans l'activité Promotion, logements individuels groupés, le délai entre la vente et la remise des clés est supérieur à quinze mois. Le groupe réalise son CA au fil des appels de fonds encadrés par la loi.

Au deuxième trimestre 2006, la croissance des ventes passe à + 7,8% contre + 40 % au premier trimestre. La décélération, si elle est évidente, doit cependant être relativisée par les effets périmètre. En effet, le deuxième trimestre 2006 est à périmètre comparable, alors que le T1 2005 n'intégrait que 50 % des ventes de Clairvie et aucune de Villas Trident, consolidées à partir du deuxième trimestre 2005. Le groupe ne fournit pas d'informations quant à l'évolution des ventes à périmètre comparable.

Sur l'ensemble du premier semestre 2006, les ventes publiées sont en hausse de 20,7 %.

... AST Groupe poursuit ses gains de parts de marché...

Les ventes en secteur « Diffus » restent dynamiques avec un taux de croissance à deux chiffres (+ 12 %) au deuxième trimestre, alors que, sur la même période, le marché français de la construction de maisons individuelles en diffus est en croissance de seulement 1,1% (autorisations). Sur l'ensemble du premier semestre, la croissance est de 32 %.

Ainsi, **AST Groupe continue de gagner des parts de marché.** Cependant, avec un troisième trimestre intégrant un mois d'août inactif, **le quatrième trimestre se doit d'être particulièrement dynamique pour atteindre l'objectif de 1 500 ventes confirmé par le groupe.**

Ventes 1 ^{er} semestre 2005/2006 par marque				
	Prix moyen 2005 (K€)	Ventes S1 2005	Ventes S1 2006	Variation
Top Duo	50,8	179	296	65,4 %
Créa Concept	70	148	226	52,7 %
Clairvie	71,3	107	77	- 28 %
Villas Trident	90	41	49	19,5 %
Villa Club	74,8	52	38	- 26,9 %
A Two	-	4	15	ns
Ventes Diffus		531	701	32 %
Ventes Promotion		107	69	- 35,5 %

Source : AST Groupe

- **Top Duo** continue d'enregistrer une **forte hausse de ses ventes**
- **Villas Club** au contraire inscrit une **croissance négative**. **Un effet de cannibalisation est à l'origine de cette déconvenue et un repositionnement de la marque dans la gamme ainsi qu'une évolution des canaux de distribution sont appliqués afin de régler ce problème.**
- **Créa Concept** est en **forte progression** et compense l'effet prix négatif induit par la progression des ventes Top Duo. Ainsi, le prix moyen devrait être stable en 2006 autour de 74 K€
- Enfin, **A Two**, produit dédié à l'investissement locatif, **bénéficie du développement de la gamme** et d'un **repositionnement du canal de distribution** auprès de partenaires prescripteurs adéquats.
- Au **niveau régional**, la Bourgogne est un franc succès. Si la région PACA a pu connaître des débuts difficiles, l'intégration de Villa Trident semble en bonne voie.
Nous attendons plus de 1300 ventes en Diffus pour l'ensemble de l'exercice 2006.

Les ventes de maisons de l'activité « groupé » (Promotion) subissent un coup de frein important, lié à la fin du cycle de commercialisation précédent, et au démarrage d'un nouveau cycle. Ainsi, il ne s'agit que de simples effets de timing.

Pour rappel, nous attendons moins de 200 ventes en 2006 dans l'activité Promotion.

... ainsi, un ralentissement plus marqué du marché n'inquiète pas outre mesure

Pour l'exercice 2007, nous attendons un CA de 105 M€, en croissance de 19 % et près de 2 000 ventes, soit une croissance de 27 %, rythme équivalent à 2006. Au regard de la dynamique passée du CA et des ventes, ces prévisions peuvent paraître conservatrices.

Pour les exercices suivants, nous tablons sur une poursuite de la dynamique des ventes avec une amélioration de la productivité par agence et la pénétration de nouvelles régions. **AST Groupe devrait poursuivre ses importants gains de parts de marché, et ce même dans le contexte éventuel d'un ralentissement du marché plus marqué.**

Un défi relevé : maintenir des marges élevées

Des marges supérieures à la moyenne du secteur

Distributeur et prestataire de services

AST Groupe se présente en tant que distributeur/prestataire de services et affiche une structure de coûts très flexible. En effet, si la société vend des maisons individuelles, la construction est entièrement sous-traitée. **Un ralentissement plus marqué du marché de la construction de maisons individuelles aurait donc un impact contenu sur le niveau de marge, d'autant que le groupe dispose d'un modèle économique à part.**

Un prix de revient maîtrisé dans un contexte d'inflation du prix des matières premières...

On observe une hausse du prix des matières premières depuis plusieurs trimestres. A la différence de bon nombre de ses concurrents, **AST Groupe gère lui-même 100 % des achats de matériaux** qui, centralisés, permettent de faire jouer les effets volumes auprès des fournisseurs. L'inflation du prix des matières premières peut ainsi être mieux contenue et la société évite de payer la marge sur achats que peuvent réaliser les artisans.

... et d'une relative pénurie de sous-traitants constructeurs

Face aux taux de croissance élevés du secteur de la construction, les sous-traitants disposant encore de capacités de construction disponibles se font moins nombreux et poussent le prix de leurs prestations à la hausse. **Présent très majoritairement dans la région Rhône-Alpes, le groupe dispose d'une connaissance approfondie de son environnement.** Ainsi, le groupe s'adresse pour la construction, entièrement sous-traitée, aux entreprises locales. AST gérant 100 % des achats de matériaux et leur logistique, il peut s'adresser aux artisans plus nombreux ne disposant pas de la surface financière pour gérer eux-mêmes l'approvisionnement de matériaux. AST risque ainsi **moins de subir une éventuelle pénurie de sous-traitants** pendant les périodes fastes et donc une hausse de ses charges.

Enfin, grâce à l'échange d'informations entre les activités Promotion et Diffus, le groupe gère au mieux sa politique d'implantation et de prix. **Ce phénomène de fertilisation croisée lui assure une connaissance poussée de son environnement et donc de son potentiel de rentabilité.**

L'organisation d'une grande entreprise

Des procédures et modes opératoires systématiques couplés à un ERP performant sont le gage d'un contrôle de la structure malgré la très forte croissance de l'activité

AST Groupe est désormais en phase de croissance dans de nouvelles régions (PACA, Bourgogne, Languedoc-Roussillon). **Le challenge est de réussir à reproduire le modèle dans un environnement qui lui est bien moins familier que la région Rhône-Alpes en conservant son niveau de marge.**

Par ailleurs, avec 118 % de croissance des ventes, le groupe doit se montrer capable de délivrer les chantiers en temps et en heure dans les conditions de qualité qui sont celles de la charte définie par la société.

Pour réduire ces risques, le groupe a organisé et formalisé ses activités dans les moindres détails. L'évolution des chantiers est pilotée au travers d'un ERP performant développé en interne, lui permettant de les gérer en temps réel.

Ainsi, **pour sa taille relativement modeste, le groupe dispose de l'organisation d'une grande entreprise. Cette approche apparaît inévitable au regard du rythme de croissance de l'activité et doit se révéler efficace pour conserver le niveau de marge.**

Une amélioration des marges attendue

La performance d'un maintien des marges malgré un nombre de mises en chantier qui a plus que doublé

La publication des résultats du premier semestre 2006 a révélé quelques surprises. On observe une baisse importante de la marge de l'activité Promotion liée à un décalage de CA qui cependant sera rattrapé au S2, le management conservant son objectif de marge nette annuelle de 9%. Donc **pas d'inquiétude**. Au contraire, **il faut souligner la capacité du groupe de délivrer ses chantiers en conservant son niveau de marge malgré une croissance de 126 % de ses ventes l'an dernier dans l'activité Diffus.** Le groupe améliore sa productivité (nombre de ventes par agence et par vendeur) et sa qualité (baisse du taux d'annulation).

La répartition du CA entre les activités Diffus et Promotion déterminera les marges

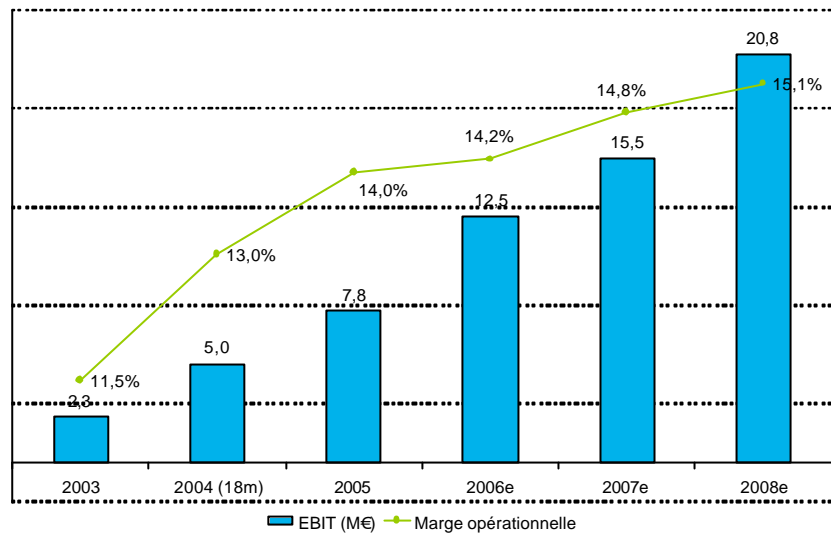
La répartition du CA entre l'activité Diffus et l'activité Promotion est primordiale dans la formation de la marge opérationnelle, **l'activité Diffus ayant une marge structurellement supérieure à celle de l'activité Promotion** du fait du manque d'élasticité prix du foncier dans le prix de vente dans le groupé. Dans le prix de vente des biens en Promotion est intégré le terrain sur lequel AST Groupe n'a pas ou peu d'influence outre le fait de l'avoir bien acheté. La marge réalisée par la prestation de construction est donc diluée par celle moindre du terrain. Rappelons par ailleurs que la société ne cherche pas à spéculer sur la valeur des terrains et pratique une politique du juste à temps sur ses réserves foncières. Ainsi, la répartition des ventes au premier semestre 2006 nous donne une indication sur la répartition du CA au titre de l'exercice 2007. **La croissance de la part des ventes en Diffus supérieure à celles en Promotion en 2006 nous amène à formuler l'hypothèse d'une amélioration des marges en 2007.**

A noter par ailleurs que le groupe teste ses prix sur des périodes plus longues **en Promotion** et attend ainsi **une amélioration de la rentabilité en 2007. Reste à mesurer l'effet prix du foncier** qui a pu porter en partie les marges ces derniers trimestres.

Une rentabilité des capitaux employés sous étroite surveillance

L'activité Promotion nécessite une intensité capitalistique plus importante, le groupe se portant acquéreur du foncier. Cependant, **le BFR structurellement négatif issu de l'activité Diffus finance en partie l'activité Promotion.** A la fin du premier semestre 2006, le bilan est alourdi avec des travaux non facturés portés à l'actif qui seront libérés au second semestre. Si le management s'est donné un objectif normé d'une répartition de l'activité 60/40 en faveur du Diffus, **il semble déterminé à ne pas dégrader la rentabilité des capitaux employés sur des opérations en groupé.**

EBIT et marge opérationnelle



Source : société, estimations KBC Securities

Le management se montre confiant sur la réalisation de son objectif d'une marge nette consolidée de 9 % en 2006.

Nous validons cet objectif et anticipons une poursuite progressive de l'amélioration des marges.

La stratégie de croissance externe

AST Groupe est un challenger parmi les grands acteurs

Un marché atomisé qui bénéficie aux grands acteurs

Le marché de la construction de maisons individuelles se caractérise par la multitude de ses acteurs. On dénombrait 3 120 constructeurs de maisons individuelles en 2004. Geoxia, filiale de Bouygues, leader du marché français, a vendu 9 500 maisons en 2005, soit une part de marché inférieure à 4%. MFC, N° 2 du secteur de la construction de maisons individuelles, a vendu pour sa part 5 133 maisons, soit une part de marché inférieure à 2%.

Ainsi, **AST Groupe avec 1 500 ventes attendues pour 2006 se positionne en challenger tout en faisant partie des grands acteurs du secteur.**

Face à la complexification législative et technique du secteur, **seuls les grands acteurs capables de proposer une offre globale gagnent des parts de marché.** Par ailleurs, l'arrivée à l'âge de la retraite de nombreux entrepreneurs du secteur devrait permettre la poursuite du mouvement de consolidation.

Un ralentissement plus marqué du marché accélérerait le phénomène de consolidation, au profit d'AST Groupe

Une ambition et les moyens d'un fédérateur

AST Groupe met en place à la fois des synergies commerciales et des synergies de coûts dans ses opérations de croissance externe. En centralisant les achats de matériaux de la société acquise, AST Groupe réalise des économies d'échelle. Les synergies commerciales sont mises en place avec l'élargissement de la gamme, et notamment la pénétration du concept Top Duo. Ainsi, **le potentiel d'amélioration des marges de la société nouvellement intégrée est important.**

Les ratios de valorisation restent modérés relativement à ceux d'AST Groupe. La méthode d'intégration passe par une prise de participation majoritaire dans le capital avec une clause de montée prédéfinie, permettant ainsi au management de la société acquise de continuer de participer aux bénéfices tout en conservant la motivation d'amélioration des performances financières. **La systématisation des procédures et modes opératoires doit permettre une intégration rapide et efficace.**

Acquérir une entreprise de construction de maisons individuelles, c'est acheter un carnet de commandes, de la trésorerie et surtout s'associer avec **les hommes** qui la font vivre. Ces derniers, **connaisseurs de leur environnement, tant au niveau du foncier que du tissu de fournisseurs et de sous-traitants, sont la véritable valeur de l'entreprise.** La difficulté est donc de conserver et transmettre leur expertise au reste du groupe. **L'évolution des ventes des sociétés acquises sera la démonstration de la capacité d'intégration d'AST Groupe.**

Innovation : l'intrapreneurship

Enfin, face à l'inflation des prix d'acquisition, le management développe une alternative interne : **l'intrapreneurship**. Ce concept, importé des pays anglo-saxons, est basé sur la mise en place de structures capitalistiques entre le groupe et les collaborateurs internes ou externes à haut potentiel, permettant à ces derniers de participer directement aux bénéfices tout en renforçant leur implication personnelle. **Ce système doit permettre d'attirer les talents externes et renforcer ainsi les capacités commerciales du groupe.**

*Gearing de - 41 % à la fin du
S1 2006*

Avec une trésorerie nette de 6,5 M€, le groupe dispose des moyens de son ambition.

Les ambitions de fédérateur du management permettent de valider l'hypothèse d'une croissance dynamique, même si l'environnement du secteur venait à se détériorer.

Valorisation

22,4 € par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles

Hypothèses retenues :

*Valorisation par la méthode
DCF de 190 M€ à horizon
12 mois*

- **Une croissance forte du CA à horizon 2009**, puis une période normée de transition 2009-2015 pour arriver à un taux de croissance à l'infini de 1,5 %, niveau inférieur à celui de l'économie et justifié par la raréfaction du foncier à terme.
- **La marge opérationnelle normée est de 15,5 % à partir de 2009**, soit une amélioration raisonnable relativement aux 14 % atteints en 2005.
- **Les investissements sont modérés**. La croissance organique est basée sur l'ouverture d'agences nécessitant un financement modeste.
- **Le BFR devrait s'améliorer** avec une optimisation du poste client grâce à la mise en place d'un système de CRM. La répartition normée du CA retenue entre l'activité Diffus et l'activité Promotion est de 65 % - 35 % en faveur du Diffus.
- Enfin, **nous retenons un coût moyen pondéré du capital de 9,5 %**, niveau élevé et intégrant le risque de liquidité face aux volumes quotidiens relativement faibles, et à une possible inflexion plus marquée du marché de la construction de maisons individuelles.

Tableau de sensibilité valorisation par la méthode DCF (taux de croissance à l'infini / CMPC)

Taux de croissance à l'infini	Coût Moyen Pondéré du Capital						
	8 %	8,5 %	9 %	9,5 %	10 %	10,5 %	11 %
0,5 %	24,8	23,3	21,9	20,7	19,6	18,7	17,8
1 %	26,0	24,3	22,8	21,5	20,3	19,3	18,3
1,5 %	27,5	25,5	23,9	22,4	21,1	20,0	18,9
2 %	29,1	26,9	25,0	23,4	22,0	20,7	19,6
2,5 %	31,1	28,5	26,4	24,6	23,0	21,6	20,3
3 %	33,5	30,5	28,0	25,9	24,1	22,5	21,2

Source : estimations KBC Securities

14,9 € par la méthode de la valorisation par les comparables

Un modèle économique à part

Dans l'univers des sociétés de construction, peu de sociétés sont comparables de manière pertinente à AST Groupe. Seule Maison France Confort, avec une activité à 100 % dans le Diffus, pourrait être comparée.

Valorisation par la méthode de la comparaison boursière de 126 M€

Cependant, AST Groupe réalise un tiers de son CA dans le Groupé, dégage des marges bien supérieures et devrait connaître une croissance de son activité nettement plus dynamique. Ainsi, la pertinence est limitée et nous retenons une pondération de cette méthode de 25 % dans la valorisation finale.

Valorisation AST Groupe par comparaison avec Maison France Confort

	2006E	2007E	2008E	Valorisation AST
Capitalisation MFC	346,2			
PER MFC	17,3	14,1	13,2	17,8 €
Croissance BPA estimée MFC	38 %	22 %	7 %	
Croissance BPA estimée AST	61 %	23 %	34 %	
VE/CA MFC	0,8	0,7	0,6	9,3 €
Croissance CA estimée MFC	31 %	17 %	9 %	
Croissance CA estimée AST	60 %	19 %	31 %	
VE/EBIT MFC	10,4	8,7	8,0	17,7 €
Marge EBIT MFC	7,3 %	7,5 %	7,4 %	
Marge EBIT AST	14,2 %	14,8 %	15,1 %	
Valorisation par action AST Groupe	13,7 €	14,0 €	17,2 €	14,9 €

Source : JCF, prévisions KBC Securities

- En pondérant à 75% notre objectif obtenu par la méthode DCF et de 25% celui obtenu par la méthode des comparables, notre valorisation finale atteint 20,5 €, soit un potentiel proche de 30 %.
- Le PER 2006 implicite ressort à 24 ce qui peut paraître élevé. Cependant, il convient de le mettre en perspective avec la très forte croissance bénéficiaire attendue pour les prochains exercices.

Données financières

Compte de résultat (m €)	2005	2006E	2007E	2008E
Chiffre d'affaires	55,3	88,3	104,9	137,4
Coût des ventes	-33,9	-53,3	-62,8	-81,6
Marge brute	21,4	35,0	42,1	55,8
Autres produits d'exploitation	-13,4	-22,0	-25,9	-34,3
Excédent brut d'exploitation	8,0	12,9	16,2	21,5
Amortissements	-0,2	-0,4	-0,5	-0,5
Résultat d'exploitation avant survaleurs	7,8	12,5	15,7	21,0
Amortissement des survaleurs	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat d'exploitation	7,8	12,5	15,7	21,0
Charge d'intérêts	0,0	0,1	0,0	0,0
Autre résultat financier	0,0	0,0	0,0	0,0
Quote-part du résultat des SME avant impôts	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat exceptionnel	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat avant impôts	8,3	13,5	16,7	22,4
Impôts sur les bénéfices	-2,8	-4,6	-5,7	-7,6
Quote-part du résultat net des SME	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net consolidé	5,0	8,0	10,0	13,4
Intérêts minoritaires	-0,5	-0,8	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	4,5	7,2	10,0	13,4
Résultat non distribué	3,4	5,5	7,6	10,1
Résultat net courant avant survaleurs	4,5	7,2	10,0	13,4
Résultat net courant après survaleurs	4,5	7,2	10,0	13,4
Cash-flow courant	4,7	7,6	10,5	13,9

Bilan (m €)	2005	2006E	2007E	2008E
Écarts d'acquisition	0,1	0,1	0,1	0,1
Autre immobilisations incorporelles	0,0	0,4	0,8	1,3
Immobilisations corporelles	0,8	1,0	1,2	1,5
Titres de sociétés mises en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres immobilisations financières	0,2	0,2	0,2	0,2
Stocks et travaux en cours	13,3	15,3	21,1	23,2
Créances d'exploitation	5,3	7,9	7,3	9,6
Autres actifs à court terme	3,4	3,4	3,5	4,3
Disponibilités et valeurs mobilières de	8,3	18,1	20,7	35,4
Total de l'actif	31,3	46,4	54,9	75,5
Capitaux propres	12,8	18,7	26,9	37,8
Intérêts minoritaires	0,9	1,7	0,0	0,0
Provisions pour retraites et obligations	0,1	0,1	0,1	0,2
Autres dettes non financières à long terme	0,2	0,3	0,4	0,5
Dettes financières à long terme	0,0	0,0	0,0	0,0
Dettes financières à court terme	2,3	3,6	4,4	6,7
Dettes d'exploitation	8,8	14,1	14,7	19,2
Autres dettes non financières à court terme	6,2	7,9	8,4	11,0
Total du passif	31,3	46,4	54,9	75,5
Capitaux employés (inclus goodwills bruts)	7,9	6,0	10,9	9,6
Dette financière nette	-6,0	-14,6	-16,3	-28,7
Dette financière nette incluant les éléments	-10,0	-17,6	-18,3	-29,7

Tableau de financement (m €)	2005	2006E	2007E	2008E
Résultat net consolidé	5,0	8,0	10,0	13,4
Dotations aux provisions et amortissements	0,2	0,4	0,5	0,5
Autres éléments du cash flow d'exploitation	-0,1	0,0	0,0	0,0
Variation du besoin en fonds de roulement	-3,7	2,5	-4,3	2,0
Flux de trésorerie provenant de l'exploitation	1,4	10,9	6,2	15,9
Investissements industriels nets	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1
Acquisitions et cessions	-0,5	0,0	-1,7	0,0
Autres éléments	-	-	-	-
Flux de trésorerie provenant des opérations	-1,2	-0,9	-2,7	-1,1
Dividendes versés	-0,9	-1,4	-1,8	-2,4
Émission d'actions nouvelles	0,0	0,0	0,0	0,0
Remboursements d'emprunts et nouveaux	-0,1	1,2	0,8	2,4
Autres éléments	1,7	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie provenant des opérations	0,6	-0,2	-0,9	-0,1
Différence de change et variations de	-	-	-	-
Variation de la trésorerie	0,8	9,8	2,6	14,7
Cash flow disponible avant acquisitions	0,7	10,0	5,2	14,8
Variation de la dette financière nette	-1,0	-8,6	-1,7	-12,4

Ratios de performance	2005	2006E	2007E	2008E
Croissance du chiffre d'affaires	42,8%	59,7%	18,9%	31,0%
Croissance de la marge brute	44,2%	63,6%	20,4%	32,6%
Croissance de l'excédent brut d'exploitation	52,3%	61,9%	25,0%	33,0%
Croissance du résultat d'exploitation avant	53,7%	61,7%	25,1%	33,9%
Croissance du résultat d'exploitation	53,7%	61,7%	25,1%	33,9%
Croissance du résultat avant impôts	66,3%	62,0%	24,0%	33,8%
Croissance du résultat net	39,5%	60,8%	38,0%	34,0%
Marge brute	38,7%	39,6%	40,1%	40,6%
Marge d'excédent brut d'exploitation (EBE)	14,4%	14,6%	15,4%	15,6%
Marge d'exploitation avant amortissement	14,0%	14,2%	14,9%	15,3%
Marge d'exploitation	14,0%	14,2%	14,9%	15,3%
Résultat courant avant impôts / chiffre	15,1%	15,3%	15,9%	16,3%
Résultat net / chiffre d'affaires	8,1%	8,2%	9,5%	9,7%
Stocks et travaux en cours / chiffre d'affaires	24,0%	17,3%	20,1%	16,8%
Créances d'exploitation / chiffre d'affaires	9,6%	9,0%	7,0%	7,0%
Dettes d'exploitation / chiffre d'affaires	15,9%	16,0%	14,0%	14,0%
Investissements industriels nets / chiffre	1,3%	1,0%	0,9%	0,8%
Amortissements annuels / investissements	31,9%	43,5%	49,3%	43,1%
Cash flow disponible / chiffre d'affaires	1,2%	11,3%	5,0%	10,8%
Dette financière nette / capitaux propres	-46,5%	-78,0%	-60,6%	-75,7%
Dette financière nette / E.B.E.	-	-	-	-
E.B.E. / charge d'intérêts	-	-	-	-
Taux de distribution	24,4%	24,4%	24,4%	24,4%
Résultat net courant / chiffre d'affaires	8,1%	8,2%	9,5%	9,7%
Chiffre d'affaires / capitaux moyens	9,42	12,67	12,38	13,39
Capitaux moyens employés / capitaux	0,54	0,44	0,37	0,32
Résultat net courant / capitaux propres	41,7%	46,0%	43,9%	41,4%
Rendement net des capitaux propres	41,8%	46,0%	43,9%	41,4%
Rendement des capitaux employés moyens	87,4%	118,8%	122,1%	135,0%
Données par action (€)	2005	2006E	2007E	2008E
Nombre moyen pondéré d'actions (m)	8,47	8,47	8,47	8,47
Excédent brut d'exploitation par action	0,94	1,53	1,91	2,54
Résultat d'exploitation par action avant	0,92	1,48	1,85	2,48
Résultat d'exploitation par action	0,92	1,48	1,85	2,48
BPA publié	0,53	0,85	1,18	1,58
BPA retraité	0,53	0,85	1,18	1,58
Résultat net courant par action après	0,53	0,85	1,18	1,58
Cash flow courant par action	0,56	0,90	1,24	1,64
Cash flow disponible par action	0,08	1,18	0,62	1,75
Actif net comptable par action	1,51	2,20	3,17	4,47
Croissance annuelle du BPA retraité	16,2%	60,8%	38,0%	34,0%
Croissance moyenne sur 3 ans du résultat	37,2%	43,8%	27,5%	-
Croissance annuelle du cash flow par action	15,1%	61,3%	37,0%	32,6%
Croissance moyenne sur 3 ans du cash flow	36,5%	43,1%	26,5%	-
Résultat par action publié totalement dilué	0,53	0,85	1,18	1,58
BPA retraité (totalement dilué)	0,53	0,85	1,18	1,58
Dividende net (€)	0,13	0,21	0,29	0,39
Valorisation*	2005	2006E	2007E	2008E
Plus haut cours de l'action	15,50	21,27	-	-
Plus bas cours de l'action	5,72	14,97	-	-
Cours de l'action	10,40	16,00	16,00	16,00
Capitalisation boursière	88,1	135,5	135,5	135,5
Valeur d'entreprise (VE)	75,0	116,6	115,2	104,8
P/E sur cours le plus haut (x)	29,2	24,9	-	-
P/E sur cours le plus bas (x)	10,8	17,5	-	-
P/E (x)	19,6	18,7	13,6	10,1
Cours / cash flow par action (x)	18,6	17,7	12,9	9,8
Cours / actif net comptable par action (x)	6,9	7,3	5,0	3,6
Taux de rendement de l'action	1,3%	1,3%	1,8%	2,4%
VE / chiffre d'affaires (x)	1,4	1,3	1,1	0,8
VE / excédent brut d'exploitation (x)	9,4	9,0	7,1	4,9
Valeur d'entreprise / résultat d'exploitation	9,7	9,3	7,3	5,0
Valeur d'entreprise / résultat d'exploitation	9,7	9,3	7,3	5,0
VE / capitaux employés (x)	9,5	19,3	10,6	10,9

Source: KBC Securities

*Historic valuation data are based on historic prices

Disclosure & Disclaimers section

The company disclosures can also be consulted on our website <http://www.kbcsecurities.be/disclosures>.

KBC Securities uses an absolute rating system including terms such as Buy, Accumulate, Reduce and Sell (see definitions below). Until 27-04-2006, KBC Securities ratings for stocks covered by our Belgian and French research teams were based on a relative rating system including terms such as Outperform (the stock is projected to outperform the analyst's coverage universe over the next 12 months), Neutral (the stock is projected to perform approximately in line with the analyst's coverage universe over the next 12 months) and Underperform (the stock is projected to underperform the analyst's coverage universe over the next 12 months).

Stock rating	Definition
BUY	Expected total return (including dividends) of 10% or more over a 6-month period
ACCUMULATE	Expected total return (including dividends) between 0% and 10% over a 6-month period
REDUCE	Expected total return (including dividends) between -10% and 0% over a 6-month period
SELL	Expected total return (including dividends) of -10% or worse over a 6-month period

Due to external factors and in exceptional cases, KBC Securities allows the use of ratings such as Accept the Offer, Black Out, No Recommendation or Suspended.

Our analysts assign one of those ratings based on their investment outlook and valuation for the concerned stock. The valuation can be based on different methodologies such as DCF (discounted cash flow), absolute multiples, peer group multiples, sum-of-parts or NAV (Net Asset Value). The valuation is reflected in a 6-month target price. Occasionally, the expected total return may fall outside of these ranges because of price movement and/or volatility. Such deviations will be permitted but will be closely monitored. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in each research report. In addition, since the report contains more complete information concerning the analyst's view, investors should carefully read the entire report and not infer its contents from the rating alone. KBC Securities discloses the recommendations of its reports to the issuers before their dissemination. In case the recommendation has been amended following this disclosure, such amendments will be indicated in the concerned report.

Stock rating	% of covered universe	% of covered universe with investment banking relationship during last year
BUY	32.4%	62.5%
ACCUMULATE	51.1%	25.00%
REDUCE	0.63%	0.50%
SELL	0.70%	0.00%

AST Groupe is a French individual house-builder with a highly flexible cost structure made possible by the contracting out all the building work for the houses that the company sells.

The price target for AST Groupe is based on following parameters: Discounted Cash Flow (DCF), Peer Group Multiples

The risks which may impede the achievement of our price target are: Accentuation of the individual house-building market slowdown, price pressure on raw materials and subcontractor costs, difficulties to manage strong organic and external growth.

Any reference made to a DCF valuation for AST Groupe is based on the following parameters: a forecast period from 2006 until 2015, a perpetual growth rate of 1.5% and a calculated WACC of 9.5%.

Below is an overview of the stock ratings and target price history in the last 12 months for the stock described in this report.

Date	Rating	Target price
07-OCT-06	Buy	€ 20.50

KBC Securities will provide periodic updates on companies/industries based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information.

KBC Securities policy prohibits its analysts and members of their households from owning securities of any company in the analyst's area of coverage.



KBC Securities NV
Havenlaan 12
Avenue du Port
1080 Brussels
Belgium
+32 2 417 44 04
Regulated by CBFA

KBC Securities French Branch
Le Centorial
18, rue du Quatre Septembre
75002 Paris
France
+33 1 53 05 35 55
Regulated by AMF

KBC Securities NV Polish Branch
ul. Chmielna 85/87
00-805 Warsaw
Poland
+48 22 581 08 00
Regulated by SEC

Patria Finance as
Jungmannova 24
110 00 Praha 1
Czech Republic
+420 221 424 111
Regulated by CNB

KBC Financial Products
140 East 45th Street
2 Grand Central Tower - 42nd Floor
NY 10017-3144 New York
US
+1 212 845 22 89
+1 866 917 88 88 (toll free)
Regulated by NASD

Analyst certification: The analysts identified in this report each certify, with respect to the companies or securities that the individual analyses that (i) the views expressed in this publication reflect his or her personal views about the subject companies and securities, and (ii) he or she receives compensation that is based upon various factors, including his or her employer's total revenues, a portion of which are generated by his or her employer's investment banking activities, but not in exchange for expressing the specific recommendation(s) in this report.

This publication has been prepared by KBC Securities NV which is regulated by CBFA (Banking, Finance and Insurance Commission) or one of its European subsidiaries (together "KBC Securities"). This publication is provided for informational purposes only and is not intended to be an offer, or the solicitation of any offer, to buy or sell the securities referred to herein. No part of this publication may be reproduced in any manner without the prior written consent of KBC Securities.

The information herein has been obtained from, and any opinions herein are based upon, sources believed reliable, but neither KBC Securities nor its affiliates represent that it is accurate or complete, and it should not be relied upon as such. All opinions, forecasts, and estimates herein reflect our judgement on the date of this publication and are subject to change without notice.

From time to time, KBC Securities, its principals or employees may have a position in the securities referred to herein or hold options, warrants or rights with respect thereto or other securities of such issuers and may make a market or otherwise act as principal in transactions in any of these securities. Any such persons may have purchased securities referred to herein for their own account in advance of the release of this publication. KBC Securities and principals or employees of KBC Securities may from time to time provide investment banking or consulting services to, or serve as a director of a company being reported on herein.

This publication is provided solely for the information and use of professional investors who are expected to make their own investment decisions without undue reliance on this publication. Investors must make their own determination of the appropriateness of an investment in any securities referred to herein based on the merits and risks involved, their own investment strategy and their legal, fiscal and financial position. Past performance is no guarantee for future results. By virtue of this publication, none of KBC Securities or any of its employees shall be responsible for any investment decision.

KBC Securities has implemented certain in-house procedures known as Chinese walls that aim to prevent the inappropriate dissemination of inside information. E.g. a Chinese wall surrounds the corporate finance department within KBC Securities. Further measures have been taken with regard to the separation of certain activities that could lead to conflicts of interest with other activities within KBC Securities.

In the United States this publication is being distributed to U.S. Persons by KBC Financial Products USA, Inc., which accepts responsibility for its contents. Orders in any securities referred to herein by any U.S. investor should be placed with KBC Financial Products USA, Inc. and not with any of its foreign affiliates. KBC FP USA Inc. and/or its affiliates may own 1% or more of the subject company's common equity securities. KBCFP USA Inc. or its affiliates may have managed or co-managed a public offering of the subject company's securities in the past 12 months, or received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, or expect to receive or intend to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next three months. Any U.S. recipient of this report that is not a bank or broker-dealer and that wishes to receive further information regarding, or to effect any transaction in, any security discussed in this report, should contact and place orders with KBC Financial Products USA Inc. This report is being distributed in the United States solely to investors that are (i) "major U.S. institutional investors" (within the meaning of SEC Rule 15a-6 and applicable interpretations relating thereto) that are also "qualified institutional buyers" (QIBs) within the meaning of SEC Rule 144A promulgated by the United States Securities and Exchange Commission pursuant to the Securities Act of 1933, as amended (the "Securities Act") or (ii) investors that are not "U.S. Persons" within the meaning of Regulation S under the Securities Act and applicable interpretations relating thereto. The offer or sale of certain securities in the United States may be made to QIBs in reliance on Rule 144A. Such securities may include those offered and sold outside the United States in transactions intended to be exempt from registration pursuant to Regulation S. This report does not constitute in any way an offer or a solicitation of interest in any securities to be offered or sold pursuant to Regulation S. Any such securities may not be offered or sold to U.S. Persons at this time and may be resold to U.S. Persons only if such securities are registered under the Securities Act of 1933, as amended, and applicable state securities laws, or pursuant to an exemption from registration. The products sold by KBC Financial Products USA, Inc or any affiliate thereof, including KBC Securities or KBC Financial Products UK Limited, are not insured by the FDIC, are not obligations of or guaranteed by KBC Bank NV or its affiliates, and are subject to investment risks, including possible loss of the entire amount invested.

This publication is for distribution in or from the United Kingdom only to persons who are authorised persons or exempted persons within the meaning of the Financial Services and Markets Act 2000 of the United Kingdom or any order made thereunder or to investment professionals as defined in Section 19 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 and is not intended to be distributed or passed on, directly or indirectly, to any other class of persons.

This publication is for distribution in Canada only to pension funds, mutual funds, banks, asset managers and insurance companies.

The distribution of this publication in other jurisdictions may be restricted by law, and persons into whose possession this publication comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. In particular this publication may not be sent into or distributed, directly or indirectly, in Japan or to any resident thereof.

Copyright © 2006 KBC Securities