

# CASSAGNE GOIRAND

## Associés

**AST GROUPE (06/09/06 clôture)**  
**Achat (inch. 17/07/06)**

Cours **17,39 €**  
 Objectif **20,9 €**

Exercice	CA	EBIT	Marge/	BN	BPA	Var	PE	VE/CA	VE/	Rdt Net
12 mois	M€	M€	Ebit %	M€	€	%	x	x	Ebit x	%
2005	55,3	8,8	15,9%	5,1	0,61	63,5%	28,7	2,6	16,1	0,7%
2006e	89,6	14,5	16,1%	8,8	1,03	70,8%	16,8	1,6	9,8	1,5%
2007e	115,4	18,8	16,3%	11,4	1,35	30,4%	12,9	1,2	7,5	1,9%

  

Capitalisation	147,3	M€	DN/CP 2005	-31%
Flottant	25,3%		MNEMO	ASP
Nombre de titres	8 469 342		ISIN	FR0000076887
Extrêmes 52 semaines	13,6 € / 21,30 €		Reuters	AST.PA, Bloomberg
				ASP FP

### Publication des comptes semestriels 2006 : Bons résultats, perspectives annuelles confirmées

- **Les résultats semestriels 2006 sont bons.** AST Groupe vient de publier un résultat net part du groupe de 2 977 K€ en hausse de 28%. Le résultat d'exploitation atteint 5 704 K€ en progression de 27%. La baisse de la marge d'exploitation de 15,4% à 13,3% est le seul fait de l'activité promotion. Le bilan reste très sain avec une trésorerie nette disponible de 6.5 M€ contre 6.0 M€ au 31-12-05. Les stocks au bilan (qui représentent principalement les terrains acquis dans le cadre de l'activité promotion) baissent à 11.4 M€ contre 13.3 M€ au 31-12-05.

### Compte de résultat résumé

(K€)	S1 2005	S1 2006	Var yoy
CA consolidé	29 031	43 001	48%
EBE	4 409	5 709	29%
<i>dont construction</i>	2 786	5 025	80%
<i>dont promotion</i>	1 295	564	-56%
<i>dont lotissements</i>	304	121	-60%
Résultat d'exploitation	4 479	5 704	27%
Résultat courant	4 217	5 305	26%
Résultat net consolidé	2 549	3 291	29%
<b>Résultat net part du groupe</b>	<b>2 323</b>	<b>2 977</b>	<b>28%</b>

*Source : société*

- **Quasi-stabilité de la marge d'EBE en construction à 17.5% soit 5 025 K€.** Dans un contexte de très forte croissance du chiffre d'affaires (+81%), la marge d'EBE construction a pu être préservée grâce à la maîtrise des frais de personnel (gains de productivité sur les frais de structure) qui a compensée le poids de l'ouverture de 5 nouvelles agences ainsi que la mise en place d'un système de CRM visant à transformer les contrats et les chantiers en clients à part entière.
- **La promotion, activité non linéaire, a vu son EBE divisé par plus de 2 à 564 K€.** L'écoulement des stocks avait pris du retard au S1-06 pour des motifs externes (retards administratifs et techniques) d'où une hausse du chiffre d'affaires limitée à 7%. Par ailleurs, des

charges non récurrentes d'un montant de 642 K€ ont amputé la marge d'EBE de plus de 5 points.

- **Perspectives annuelles confirmées.** Le groupe a revu à la hausse son estimation de chiffre d'affaires annuel 2006 de 85 M€ à 88 M€ (dont 29 M€ pour la promotion, 56 M€ pour la construction et 3 M€ pour le lotissement). Ces chiffres valident désormais notre objectif de 89 M€ qui pouvait paraître audacieux il y a quelques mois. La société maintient son objectif de marge nette à 9%. Nous conservons notre estimation qui est un peu plus optimiste (9.8%) car (1) l'accélération de la croissance attendue au S2-06 devrait offrir un effet de levier pour l'activité construction, (2) le rattrapage au S2-06 du retard pris au S1-06 en promotion ainsi que la non récurrence de certaines charges du S1-06 impacteront positivement le compte de résultats. Lors de la publication du chiffre d'affaires semestriel, nous avons prudemment révisé en baisse nos estimations 2007 et calé notre objectif de ventes 2006 sur celui de la société à 1500 ventes nettes. La société a confirmé ce chiffre. La visibilité reste très bonne.
- **A quand de nouvelles croissances externes ?** Le marché de la construction en France reste encore atomisé (plus de 3 000 constructeurs) mais il se concentre (moins de 200 sociétés représentent 60% du marché) et l'élément le plus discriminant entre les différentes offres reste le prix de vente. L'effet de taille apporté par les acquisitions permet donc d'obtenir des économies d'échelles si les sociétés sont suffisamment proches géographiquement. La plupart des acquisitions qu'AST Groupe pourraient réaliser aujourd'hui seraient relatives dès l'année 1. Cependant, la philosophie prudente du groupe prévaut et AST Groupe cherche des cibles où les dirigeants souhaitent rester impliqués dans le management. La bonne connaissance du tissu local est un gage pour être à la pointe pour la recherche de foncier (construction) ou pour son acquisition (promotion). **Quid de Clairvie ?** Au S1-06, les ventes de Clairvie, filiale à 51%, ont baissé de 28% à 77 unités. Le groupe étudie plusieurs solutions face à cette situation puisqu'il dispose une option d'achat ou de vente. Les ventes de Villas Club (filiale à 100%) sont également en baisse (-27%) soit 38 ventes. Le groupe travaille à un repositionnement de l'offre Villas Club au sein de sa gamme. Ces deux sociétés ont été acquises en 2000. AST Groupe est devenu majoritaire de Clairvie en 2005. Le pragmatisme dont fait preuve le groupe pour ces deux sociétés témoigne de sa vision réaliste et prudente face aux acquisitions. Les éventuelles futures croissances externes seront vraisemblablement menées dans cet esprit, ce qui est un élément très rassurant.
- **Premier pas à l'étranger.** Depuis le début de l'exercice, le groupe bâtit un réseau de prescripteurs en Grande-Bretagne (les Pays-Bas et la Belgique seront les prochaines cibles) afin de commercialiser ses produits auprès de clients britanniques. C'est un axe de développement prometteur puisque le groupe est implanté dans des régions prisées (Bourgogne, Provence) par la clientèle anglo-saxonne.
- Au total, les résultats semestriels 2006 sont bons, le bilan est très sain. Le groupe continue à dérouler une stratégie de développement claire, efficace et prudente qui **conforte notre opinion positive**. Nos estimations de résultats étant inchangées, notre valorisation par DCF s'établit toujours à 24 €. La méthode des comparables, grâce à la remontée des indices, aboutit à une valorisation de 17.8 € contre 15.6 € précédemment. La moyenne de ces deux méthodes : **20.9 € représente notre objectif de cours.**

**Laurence MAURY**

*Avertissements : Ce document ne saurait être considéré pour une offre commerciale. L'objectif de cette étude est la présentation du business modèle de l'entreprise AST Groupe 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.*