



NexResearch

## HEURTEY PETROCHEM FR0010343186 – ALHPC FAIR VALUE: 15,2€

Données boursières	K €		2005	2006e	2007e	2008e
Dern. Cours	14,20	Chiffre d'Affaires	44 697	78 220	101 686	122 023
Vol moyen (3m):	24.368,1	Résultat opérationnel	695	1 878	3 289	4 965
Cap. Boursière, M€	42 618,0	Marge opérationnelle	1,6%	2,4%	3,2%	4,1%
Nombre d'actions, M	3 001,3	RN part du Groupe	511	1 349	2 316	3 413
Variation depuis IPO:	14,30 - 14,41	Marge nette, %	1,1%	1,7%	2,3%	2,8%
VE, M€	32 210,4	BNA dilue, €	0,19	0,37	0,63	0,93
Disponibilités, M€	15 025,6	P/E	74,1	38,6	22,5	15,3
Dettes financières, M€	4 618,0	VE/CA	0,7	0,4	0,3	0,3

Source : NexResearch

### NOTRE OPINION

NOUS INITIONS LA COUVERTURE DE HEURTEY PETROCHEM ET EN UTILISANT LA MOYENNE PONDEREE DES METHODES DU VE/EBITDA 07, P/E 07 ET DU DCF, NOUS OBTENONS UNE FAIR VALUE DE 15,2€ SOIT 7% AU DESSUS DU DERNIER COURS.

### RESUME-CONCLUSION

**Heurtey Petrochem est un groupe indépendant qui est spécialisé dans la fabrication sur mesure de fours de transformation de hydrocarbures destinés à l'industrie pétrolière. Avec plus de 50 ans d'expérience et un portefeuille de clients référents sur ce marché fortement concurrentiel, Heurtey Petrochem a su s'imposer comme un des leaders mondiaux grâce à sa flexibilité et sa capacité à s'adapter aux exigences des clients en matière technologique mais aussi environnementale.**

**Le groupe bénéficie comme tout le secteur de la hausse de la demande mondiale pour les fours utilisés dans le raffinage et la pétrochimie qui est stimulée par la montée du prix du pétrole.**

**Dans ce contexte, au S1 2006 le volume de l'activité de Heurtey Petrochem progresse de 86% pour atteindre 37,2M€ contre 20M€ en 2005. Trois contrats importants ont été signés au cours de l'année et le carnet de commandes dépasse les 144M€ au 30 juin 2006, soit une progression de 80%.**

**L'objectif du groupe annoncé lors de son introduction en bourse est de tripler en cinq ans le chiffre d'affaires réalisé en 2005 et de dégager une marge opérationnelle supérieure à 4% à l'horizon 2008.**

**Il faut néanmoins noter que Heurtey Petrochem est une société de taille relativement faible qui évolue sur un marché fortement concurrentiel où les commandes sont faites le plus souvent par appel d'offre.**

**Sur ce marché où le prix est le facteur déterminant, la rentabilité du groupe reste inférieure à celle de ses principaux concurrents et Heurtey Petrochem devra s'orienter vers des projets complexes et à forte valeur ajoutée pour maintenir sa place de leader.**

**Dans un contexte de marché défavorable, le groupe s'est introduit en bourse au prix de 14,30€, en bas de la fourchette de prix proposée. Au cours actuel qui reste proche de celui de l'introduction, la société nous semble bien valorisée et nous sommes neutres sur la valeur.**

## **POINTS FORTS**

### **Forte hausse du chiffre d'affaires au S1 2006**

Le groupe a publié un chiffre d'affaires semestriel de 37,2M€ contre 20M€ en 2005. Le volume de l'activité est en progression de 86% et cette performance est réalisée uniquement en organique. Le deuxième semestre devrait aussi se solder par une progression significative. Le carnet de commandes au 30 juin 2006 s'élève à plus de 144M€, en hausse de 80% par rapport au 31 décembre 2005 et ceci confirme le dynamisme de l'activité dans le secteur de la transformation des hydrocarbures dont bénéficie Heurtey Petrochem.

### **Des contrats importants en 2006**

Lors de la publication de son chiffre d'affaires semestriel, le groupe a annoncé trois contrats signés en 2006 :

- × **Le complément du projet Reliance en Inde** : Reliance est le plus grand groupe privé en Inde spécialisé dans le secteur de l'énergie avec plus de 5Md€ de CA et des relations commerciales dans plus de 100 pays. Ce projet devrait rapporter à Heurtey Petrochem plus de 7M€ de chiffre d'affaires.
- × **Le projet PIC (Petrochemical Industry Corporation) au Koweït** : Projet de modernisation des équipements existants des unités de production.
- × **Le projet Sohar Aromatics à Oman** : projet de construction d'un complexe industriel de fabrication de produits pétroliers de taille importante (coût de construction de 1Md \$) à Sohar auquel Heurtey Petrochem va participer.

Ces contrats traduisent le fort dynamisme de l'activité de Heurtey Petrochem et devraient contribuer significativement à la hausse du chiffre d'affaires dans les années à venir.

### **Bon positionnement sur un marché stratégique**

Heurtey Petrochem est un groupe indépendant spécialisé dans la conception et la fabrication de toutes les unités de transformation des hydrocarbures pour les industries du raffinage et de la pétrochimie. Il bénéficie de plus de 50 ans d'expérience dans la fabrication de fours destinés à l'industrie pétrolière. Son positionnement sur des projets à forte complexité technique lui permet de se démarquer de ses concurrents et de gagner des contrats auprès des grands groupes multinationaux de l'industrie pétrolière.

En tant que groupe indépendant de taille humaine, Heurtey Petrochem reste flexible dans la réalisation de projets adaptés aux demandes spécifiques de ses clients et ceci est son avantage principal face à ses concurrents directs, les divisions des grandes sociétés d'engineering internationales.

### **Hausse du prix du pétrole**

Contrairement à la plupart des groupes industriels, la hausse du prix du pétrole a un impact plutôt positif sur l'activité de Heurtey Petrochem. Même si cette augmentation influence les coûts de fabrication des fours, l'impact négatif est compensé par la hausse de la demande pour les fours plus complexes.

La hausse du prix du pétrole rend rentables des gisements de plus faible qualité qui nécessitent une extraction plus coûteuse et on observe l'accroissement de la demande dans le secteur du raffinage dont les capacités de production s'avèrent à l'heure actuelle insuffisantes pour faire face au besoin de produits pétroliers sur le marché.

### **Une introduction en bourse réussie**

Lors de son introduction sur Alternext d'Euronext Paris en juin 2006, Heurtey Petrochem a levé plus de 11M€ destinés à renforcer la structure financière groupe afin de lui permettre l'accès au financement indispensable au développement des nouveaux produits, ainsi qu'à des opérations de croissance externe. Dans un contexte de marché défavorable, le groupe s'est introduit au prix de 14,30€, au plus bas de la fourchette de prix choisie.

Suite à l'ouverture du capital et avec son portefeuille de clients prestigieux et l'expérience dans le domaine des hydrocarbures, Heurtey Petrochem pourrait s'avérer une cible intéressante pour un des grands groupes internationaux qui souhaiterait se positionner sur les marchés de la pétrochimie et du raffinage difficilement accessibles aux nouveaux entrants.

## **RISQUES**

### **Un marché fortement concurrentiel**

Plus de 60% des parts de marché dans les secteurs du raffinage et de la pétrochimie sont détenus par une dizaine d'acteurs de taille importante. Le marché sur lequel évolue Heurtey Petrochem est un marché où les sociétés répondent à des appels d'offre et le prix proposé est le facteur principal pour la signature de contrats. La négociation de ces contrats explique la faible rentabilité des sociétés.

Dans ce contexte, la faible taille du groupe peut s'avérer un obstacle à la signature de contrats plus importants où les grands groupes d'engineering seraient en mesure de proposer des prix plus attractifs. Heurtey Petrochem doit alors miser sur la qualité des équipements proposés, sur sa notoriété et renforcer sa présence internationale notamment en Inde et au Moyen Orient.

### **Dépendance de l'industrie du pétrole**

L'activité de Heurtey Petrochem est directement liée à l'évolution du marché de l'énergie. Elle dépend donc des cycles économiques dans ce secteur et notamment de l'évolution du prix du pétrole et du contexte géopolitique dans les pays exportateurs de produits pétroliers. Etant donné que la plupart des contrats du groupe sont à prix fixe, Heurtey Petrochem subit directement les variations des prix sur le marché sur ses coûts de production.

L'évolution du groupe dépend également des modifications des réglementations étrangères dans les pays où Heurtey Petrochem est implanté et de l'accroissement des exigences environnementales au niveau mondial en ce qui concerne le raffinage et la pétrochimie.

## **VALORISATION**

EN UTILISANT LA MOYENNE PONDEREE DES METHODES DU VE/EBITDA 07 , P/E 07 ET DU DCF, NOUS OBTENONS UNE FAIR VALUE DE 15,2€ SOIT 7% AU DESSUS DU DERNIER COURS.

	<b>Poids</b>	<b>Fair Value</b>
DCF	50%	19,3€
Valorisation VE/EBITDA 07	25%	12,3€
Valorisation par P/E 07	25%	9,9€
<b>Fair Value</b>		<b>15,2€</b>

## DCF

Coût moyen pondéré du capital (WACC)	
Cours, €	14,20
Nombre d'actions, milliers	3 001,3
Capitalisation, K€	42 618,0
Dettes moyens et long terme, K€	4 618,0
Facteur bêta	1,0
Prime de risque du marché	8,0%
Taux sans risque	4,0%
<b>Coût des capitaux propres</b>	<b>12,0%</b>
Part des fonds propres dans l'entreprise	90%
Coût de la dette	7,00%
Taux marginal d'imposition	33,34%
<b>Coût de la dette après impôt</b>	<b>4,7%</b>
Part des dettes dans l'entreprise	9,8%
<b>Coût moyen pondéré du capital (WACC)</b>	<b>11,3%</b>
<b>Taux de croissance à l'infini</b>	<b>3,0%</b>

Source : NexResearch

Estimation des FCF	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>CA</b>	<b>78 220</b>	<b>101 686</b>	<b>122 023</b>	<b>134 225</b>	<b>140 936</b>	<b>147 513</b>	<b>153 906</b>	<b>160 062</b>
<i>croissance CA</i>	75,0%	30,0%	20,0%	10,0%	5,0%	4,7%	4,3%	4,0%
<b>EBIT</b>	<b>1 878</b>	<b>3 289</b>	<b>4 965</b>	<b>6 584</b>	<b>7 383</b>	<b>7 807</b>	<b>8 228</b>	<b>8 643</b>
<i>marge EBIT</i>	2,4%	3,2%	4,1%	4,9%	5,2%	5,3%	5,3%	5,4%
<b>EBIT*(1-tax)</b>	<b>1 252</b>	<b>2 192</b>	<b>3 310</b>	<b>4 389</b>	<b>4 921</b>	<b>5 204</b>	<b>5 485</b>	<b>5 762</b>
+ Dotations aux amortissements	<b>785</b>	<b>968</b>	<b>1 100</b>	<b>1 142</b>	<b>1 127</b>	<b>1 184</b>	<b>1 243</b>	<b>1 305</b>
- Investissements nets	<b>1 000</b>	<b>1 200</b>	<b>1 500</b>	<b>1 500</b>	<b>1 500</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>
- Augmentation du BFR	<b>700</b>	<b>750</b>	<b>800</b>	<b>800</b>	<b>700</b>	<b>700</b>	<b>700</b>	<b>700</b>
= Free Cash Flow (FCF)	<b>336</b>	<b>1 211</b>	<b>2 110</b>	<b>3 231</b>	<b>3 849</b>	<b>4 688</b>	<b>5 028</b>	<b>5 367</b>
Valeur résiduelle (VR)								<b>66 737</b>

Discounted Cash Flow	
Valeur présente de FCF	15 915
+ Valeur présente de VR	31 577
= Valeur d'entreprise	47 492
- Dettes nettes	-10 398
= Valeur	57 890
<b>Fair Value</b>	<b>19,3 €</b>

## Méthode des comparables

Valorisation VE/EBITDA	K€
EBITDA 2007e	4 257
VE/EBITDA comparable, 2007e	6,2
= Valeur d'entreprise	26 458
- Dettes nettes	-10 398
Valeur	36 855
<b>Fair Value</b>	<b>12,3 €</b>

## Valorisation P/E

BPA 07E	0,63
P/E Comparables 07E	15,6
<b>Fair Value</b>	<b>9,9 €</b>

Comparables	Cours	Capit, M€	VE, M€	VE/EBITDA 06	VE/EBITDA 07	PE 06	PE 07
Technip (Paris)	44,00	4 886	2 912	6,3	5,0	25,0	17,3
Saipem (Milan)	17,86	7 630	9 097	13,1	10,6	24,5	18,0
Geophysique (Paris)	133,20	2 330	2 384	6,0	5,5	17,5	14,2
Entrepose Contracting (Paris)	46,40	227	139	7,3	6,0	23,2	18,8
SBM Offshore (Amsterdam)	22,14	3 107	3 107	8,1	7,4	20,3	18,6
<b>Moyenne</b>				<b>8,14</b>	<b>6,91</b>	<b>22,10</b>	<b>17,38</b>
<b>Décote de taille 10%</b>				<b>7,33</b>	<b>6,21</b>	<b>19,89</b>	<b>15,64</b>

Source : NexResearch

## PROFIL DE HEURTEY PETROCHEM

### Activité de Heurtey Petrochem

Heurtey Petrochem est une société spécialisée dans la conception et la fabrication de toutes les unités de transformation des hydrocarbures pour les industries du raffinage et de la pétrochimie. Le groupe est un des leaders mondialement reconnus dans la construction de fours tubulaires de procédé utilisés par ces deux industries.

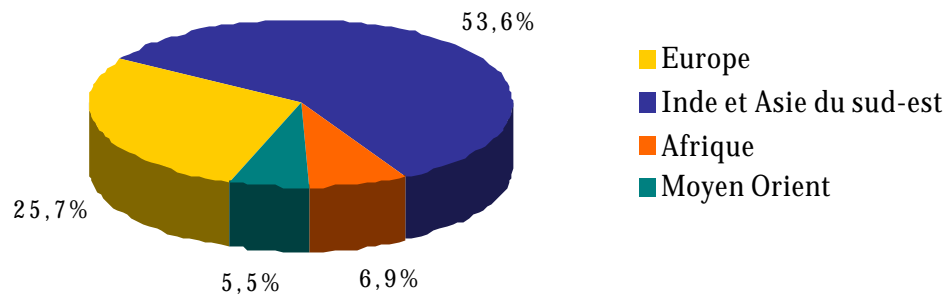
Ces fours de procédé interviennent dans la transformation des hydrocarbures de leur état brut sorti du puits en une multitude de produits pétroliers plus purs. Cette transformation est réalisée sous l'effet combiné de la pression et de la température. Il existe trois catégories de procédés de transformation du pétrole brut :

- × La distillation en raffinerie : reformage catalytique, craquage catalytique, hydrocraquage, viscoréduction
- × Le « steam cracking » utilisé en pétrochimie
- × Le « steam reformer » utilisé dans la production d'hydrogène

Toutes ces étapes ont pour objectif de transformer le produit brut en composées du pétrole plus pures par une combinaison de pression et de température. Heurtey Petrochem conçoit et fabrique des fours plus ou moins complexes nécessaires dans toutes les étapes de cette transformation.

Même si Heurtey conçoit et commercialise tous les types de fours destinés à l'industrie de traitement des hydrocarbures, sa spécialité sont les projets complexes qui naturellement sont source de forte valeur ajoutée.

## Répartition géographique du CA, %



Source : Heurtey Petrochem Document de base

Heurtey Petrochem est spécialisé dans les deux branches principales de l'industrie de transformation des hydrocarbures :

### Le raffinage

#### Le Marché

Le marché mondial du raffinage est un marché concurrentiel en phase de maturité dont les parts de marché des acteurs principaux restent stables en raison des fortes barrières à l'entrée en termes de qualification et de références qui sont propres à ce secteur.

On note deux tendances d'évolution :

× **L'insuffisance des capacités de production** : le marché se caractérise à l'heure actuelle par une insuffisance des capacités de raffinage face à une demande pour les produits pétroliers qui reste soutenue malgré la hausse du prix du brut. Il en résulte l'amélioration des marges pour les raffineries qui se reflète forcément sur les prix des équipements de ces dernières.

Dans ce contexte, Heurtey Petrochem est bien positionné pour bénéficier du potentiel de ce marché notamment en Asie (Inde) et au Moyen-Orient. Ces deux régions devraient représenter près de 2/3 des capacités de raffinage d'ici 2010.

× **Hausse de la demande des produits légers** : il en résulte un besoin de modernisation des capacités déjà existantes et d'importants investissements de la part des raffineries pour répondre aux nouvelles exigences en matière d'environnement.

#### Positionnement de Heurtey Petrochem

Heurtey Petrochem a développé une offre complète de fours de procédé (de distillation, de désulfuration, de traitement par hydrogène, de gaz de synthèse, etc.) destinée aux raffineries et assure également la maintenance de l'équipement. Face à la concurrence, les contrats du groupe résultent des appels d'offres et le prix proposé est le facteur déterminant, ce qui explique les faibles marges propres au secteur.

Il existe sur ce marché trois types de concurrents :

- × Les divisions spécialisées des grands groupes d'engineering
- × Les sociétés indépendantes oeuvrant à l'international (comme Heurtey)
- × Les petites sociétés locales

## La pétrochimie

### Le Marché

La pétrochimie utilise des produits de base du pétrole pour fabriquer des produits plus complexes. Les deux produits principaux de cette industrie sont l'éthylène et le propylène indispensables pour la fabrication des matières plastiques.

La tendance générale du marché mondial de la pétrochimie est l'intégration verticale et horizontale des unités de production. Plus de 50% de la production d'éthylène est concentrée entre les mains de 10 groupes multinationaux. Depuis 2004, la production d'éthylène et de propylène est en forte hausse d'où le rétablissement progressif de la rentabilité dans le secteur. L'évolution de la production d'éthylène et de propylène est estimée à environ 1,5Md \$ par an jusqu'en 2010.

### Positionnement de Heurtey Petrochem

L'offre de Heurtey Petrochem est principalement orientée vers les fours de craquage qui sont parmi les plus complexes de l'industrie de la pétrochimie. Etant donné que le secteur de la pétrochimie est moins exposé à une concurrence sévère, les marges dégagées de cette activité sont plus importantes que dans le raffinage.

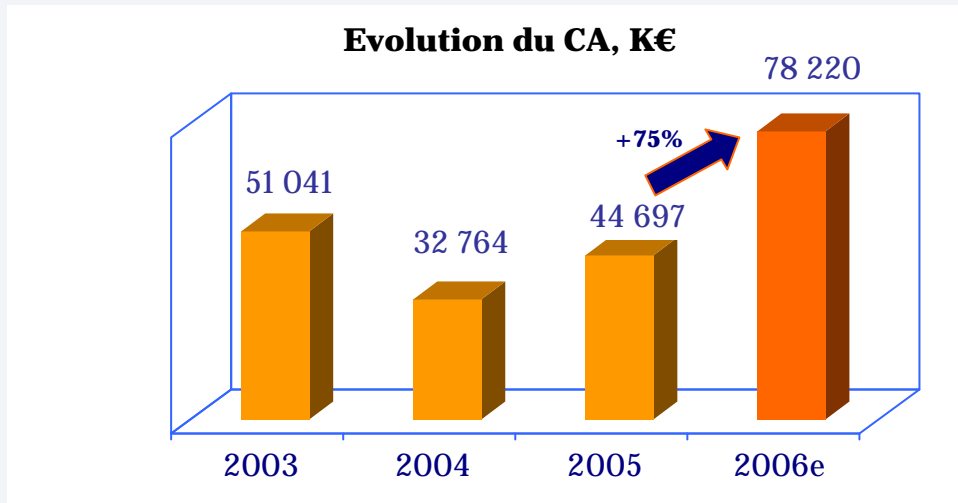
Cinq sociétés se partagent les procédés de fabrication d'éthylène et Heurtey Petrochem réalise des fours pour trois de ces sociétés qui sont Shaw, Exxonmobil et KBR.

## PROJECTIONS FINANCIERES

### Nos projections

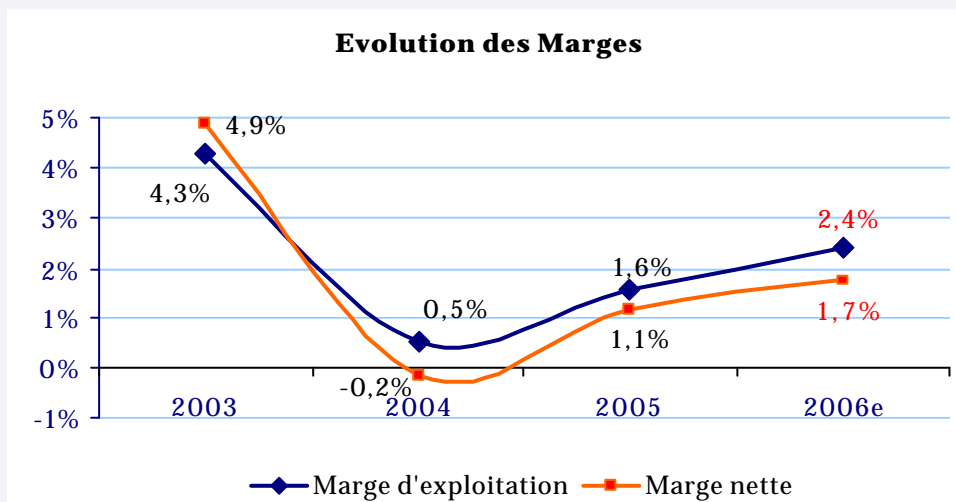
	En K€	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Raffinage		21 582	37 769	49 099	58 919	64 811	68 051
Pétrochimie		22 812	39 921	51 897	62 277	68 504	71 930
Hydrogène		196	343	446	535	589	618
Autres		107	187	243	292	321	337
<b>Chiffre d'affaires</b>		<b>44 697</b>	<b>78 220</b>	<b>101 686</b>	<b>122 023</b>	<b>134 225</b>	<b>140 936</b>
<i>Croissance du CA, %</i>		<i>36%</i>	<i>75%</i>	<i>30%</i>	<i>20%</i>	<i>10%</i>	<i>5%</i>
Autres produits d'exploitation		493	844	1 098	1 317	1 449	1 521
Achats consommés		-37 964	-66 259	-85 906	-102 810	-112 786	-118 813
Charges de personnel		-5 729	-9 589	-11 898	-13 596	-14 206	-14 129
Impôts et taxes et versements assimilés		-322	-563	-732	-879	-967	-1 015
Autres charges d'exploitation		-9	10	10	10	10	10
Dotations aux amortissements et provisions		-471	-785	-968	-1 100	-1 142	-1 127
<b>Résultat d'exploitation</b>		<b>695</b>	<b>1 878</b>	<b>3 289</b>	<b>4 965</b>	<b>6 584</b>	<b>7 383</b>
<i>Marge d'exploitation, %</i>		<i>1,6%</i>	<i>2,4%</i>	<i>3,2%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,2%</i>
Charges et produits financiers		96	125	150	103	57	10
Résultat courant des sociétés intégrées		791	2 003	3 439	5 069	6 640	7 393
Charges et produits exceptionnels		-2	0	0	0	0	0
Impôt sur les résultats		-281	-668	-1 147	-1 690	-2 214	-2 465
Résultat net des sociétés intégrées		508	1 335	2 292	3 379	4 426	4 928
Résultat net de l'ensemble consolidé		508	1 335	2 292	3 379	4 426	4 928
Inserts minoritaires		-3	-13	-23	-34	-46	-51
<b>Résultat net part groupe</b>		<b>511</b>	<b>1 349</b>	<b>2 316</b>	<b>3 413</b>	<b>4 472</b>	<b>4 979</b>
<i>Marge nette, %</i>		<i>1,1%</i>	<i>1,7%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,8%</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,5%</i>
Résultat par action		0,26	0,45	0,77	1,14	1,49	1,66
Résultat dilué par action		0,19	0,37	0,63	0,93	1,22	1,36
Nombre d'actions, K		2 000,0	3 001,3	3 001,3	3 001,3	3 001,3	3 001,3
Nombre d'actions diluées, K		2 665,0	3 666,3	3 666,3	3 666,3	3 666,3	3 666,3

Source : Heurtey Petrochem, nos estimations



Source : Heurtey Petrochem, nos estimations

Le chiffre d'affaires de Heurtey Petrochem a progressé de près de 37% entre 2004 et 2005. Après un premier semestre de l'exercice 2006 en hausse de 86%, nous attendons une croissance annuelle du volume de l'activité proche de 75% et cette forte progression devra être réalisée uniquement en organique.

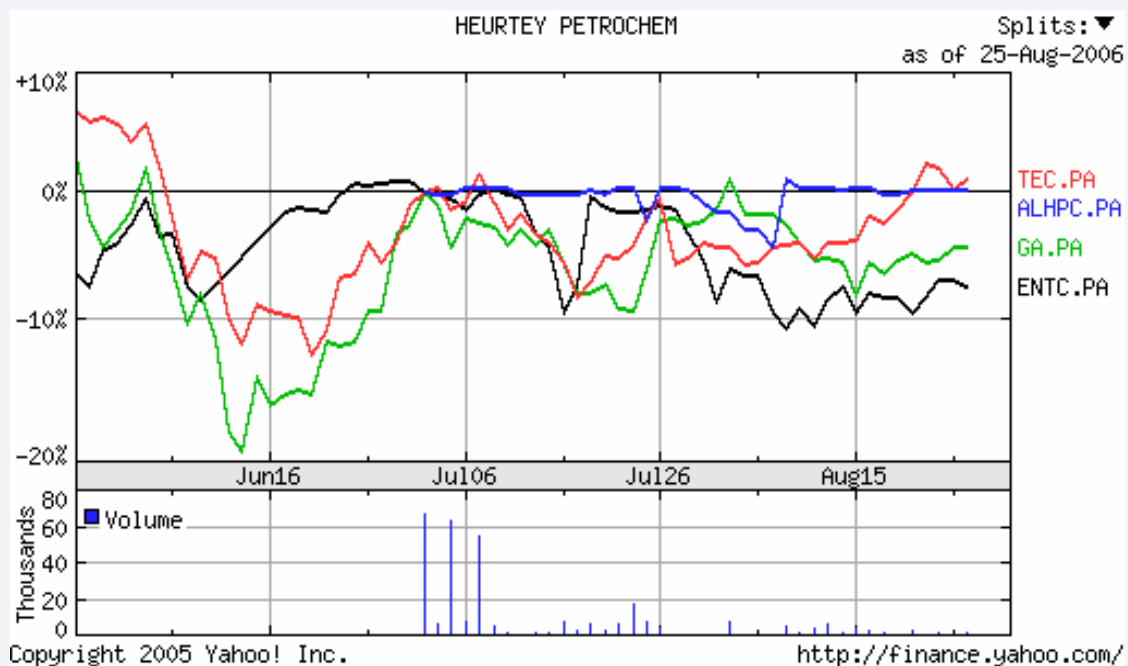


Source : Heurtey Petrochem, nos estimations

En ce qui concerne les marges, elles restent relativement faibles sur un marché concurrentiel où les sociétés gagnent des contrats par appel d'offre. Néanmoins, Heurtey Petrochem voit progresser sa rentabilité opérationnelle de 0,5% en 2004 à 1,6% en 2005. Le positionnement sur des projets complexes à forte valeur ajoutée et les services de maintenance des équipements devraient permettre au groupe d'atteindre une rentabilité opérationnelle supérieure à 4% sur l'horizon 2008.

On doit noter également que le niveau de rentabilité opérationnelle des principaux concurrents de Heurtey Petrochem est généralement supérieur à 4%.

## GRAPHIQUE : HEURTEY PETROCHEM VS COMPARABLES



**Nexresearch** est une société d'analyse et d'ingénierie financière dont les analystes adhèrent à l'éthique et aux normes du CFA Institute. Les informations exprimées dans cette étude sont soumises seulement à titre informatif et ne sont en aucune façon une offre ou une sollicitation d'acheter ou de vendre les instruments financiers mentionnés ci-dessus. Les informations exposées dans ces analyses et/ou études sont issues de sources dignes de foi. La responsabilité de Nexresearch ne saurait être engagée, directement ou indirectement, en cas d'erreur ou d'omission. Chaque utilisateur s'engage à effectuer de façon indépendante sa propre vérification des données ainsi que sa propre évaluation de l'opportunité et de l'adaptation à ses besoins des opérations proposées, notamment en ce qui concerne les aspects juridiques, fiscaux et/ou comptables. L'utilisateur reste ainsi seul maître de l'opportunité de ses propres investissements et dégage la société Nexresearch de toute responsabilité pour les informations, analyses, recommandations, tendances et/ou idées de produits d'investissement que cette étude a pu exposer. Ni les analystes, ni Nexresearch ne possèdent de valeurs mobilières émises par les sociétés sujettes à nos analyses.

Vous pouvez trouver plus d'information sur notre site Internet [www.nexresearch.fr](http://www.nexresearch.fr)

En applications des règlements de l'AMF et du codes des sociétés et des marchés financiers, nous publions les information suivantes : Montages d'opérations financières : néant, intérêt personnel de l'analyste : néant, prestations de conseils : néant, communications préalable a l'émetteur : non. Ce document ne peut pas être distribué au Royaume Unis, sauf aux personnes autorisées ou exemptées sous le UK Financier Securities Act 186 et l'article 11 (13) du Financial Securities Act. Ce document ne peut pas être distribué ou disséminé aux États Unis ou dans ses possessions. Les valeurs mobilières sujettes de cette étude non pas été enregistrées avec le Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États Unis est interdit.