

Naturex

Chimie

France

Cours : 51.7 EUR

23 Janvier 2007

Recommandation: Accumuler (2)

Objectif de cours : 59.0 EUR

Reuters : NATU.PA

Bloomberg : NTRX FP

Plus haut 12 mois: 60.0

Plus bas 12 mois: 43.7

Ratios Boursiers

	12/05	12/06e	12/07e	12/08e
PER	26.2	29.7	26.7	23.9
Rdt net (%)	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%
FCF yield (%)	-8.7%	-4.8%	-3.4%	1.0%
Cours/ANA	2.5	2.7	2.5	2.3
VE/CA	2.6	2.6	2.1	1.9
VE/EBITDA	13.9	14.9	12.2	10.9
VE/ROP courant	18.8	20.6	16.3	14.9

Données par action

EUR	12/05	12/06e	12/07e	12/08e
BNA (RNpg C)	1.34	1.69	1.93	2.16
Variation en %	36.6%	26.8%	14.2%	11.9%
BNA (RNpg)	1.47	1.84	2.10	2.35
Variation en %	22.1%	25.6%	14.2%	11.9%
Div. Net	0.10	0.13	0.14	0.16
ANA	13.73	18.64	20.61	22.81

Compte de résultat

EUR	12/05	12/06e	12/07e	12/08e
CA	50.1	69.4	89.5	97.7
Variation en %	44.1%	38.4%	29.0%	9.1%
ROP courant	6.9	8.6	11.5	12.6
Variation en %	46.8%	26.0%	33.6%	9.0%
ROP (EBIT)	6.5	8.2	11.0	12.0
RNpg publié	3.9	5.4	6.2	6.9
RNpg corrigé	3.9	5.4	6.2	6.9

Données financières

% et M EUR	12/05	12/06e	12/07e	12/08e
ROCE avant IS	12.1%	10.2%	11.8%	11.8%
ROCE après IS	8.5%	8.6%	7.9%	7.9%
ROE	13.8%	11.8%	10.7%	10.8%
FCF	-8.2	-7.1	-5.2	1.5
Dettes nette	35.6	30.5	36.8	36.5
Gearing	95.4%	55.1%	60.1%	53.9%
Dettes nette/ebitda	3.8	2.6	2.4	2.1
EBITDA/Frais fi	10.7	7.0	9.5	11.1

Performance

	1 mois	3 mois	12 mois
Perf absolue	3.4%	3.9%	10.9%
Perf. Rel. Indice	1.01	1.01	0.95
Perf. Rel. DJ	0.99	0.94	0.88

Informations Boursières

Capitalisation	152
VE	188
Nb.de titres (M)	2.9
Volume moyen	133
Flottant	70.9%
J.Dikansky	18.5%
Odyssee Venture	10.6%

Christophe-Raphael Ganet

+33 (0)4.72.68.27.04
crganet@oddo.fr

Acquisition en Europe

Acquisition d'une petite cible s'intégrant a priori pleinement dans le réseau Naturex et orientée « produits OTC » – Potentiel d'amélioration de la marge de cette cible – Estimations inchangées (nos projections incluent des effets périmètre) - Opinion et target renforcés.

Reprise d'Hammer Pharma (11% du CA de Naturex)

Après avoir annoncé en octobre dernier (cf. daily du 31/10/2006) avoir signé un accord d'intention, Naturex annonce aujourd'hui le **rachat pour 10 M€ (dont 4 M€ en dette) de la société italienne Hammer Pharma (50 pers. – CA : 7,8 M€ - Ebitda : 0,9 M€)**, basée à Milan, spécialisée dans la R&D et la production d'extraits de plantes pour les industries pharmaceutique, cosmétique et nutraceutique. Hammer Pharma dispose d'une homologation décernée par le Ministère italien de la santé lui autorisant la production d'ingrédients pharmaceutiques. Elle a, par ailleurs, constitué, pour les principaux extraits de plantes qu'elle produit et commercialise, des dossiers European Drug Master File autorisant l'intégration de ces extraits dans les produits finis pharmaceutiques.

Commentaires : profil de cible a priori pertinent

Le profil d'Hammer correspond, à notre sens, au format idéal pour Naturex (en termes de prix, de taille et de profil) à la stratégie de Naturex car il :

- Offre un effet d'**extension du portefeuille de produits** différenciant et renforcement en Europe, notamment en Italie, Suisse et Allemagne (après 3 opérations en Amérique du Nord : Brucia, Hauser et Pure World). Hammer sera un « satellite » d'Avignon mais disposera d'un pôle complet ;
- **Augmente les capacités de production** de Naturex (Hammer Pharma dote Naturex d'un cinquième outil industriel qualifié – capacité d'extraction : 3,5 tonnes de matières premières par an) ;
- Fournit un **fonds de commerce additionnel**, récurrent et une certaine crédibilité (effet vitrine) dans le secteur pharmaceutique (produits OTC) et nutraceutique en Europe. Cette activité (>60%e du CA consolidé) devrait par conséquent connaître de bons niveaux de croissance, en Europe notamment. Le CA d'Hammer peut se découper en 3 tiers : 1/3 en médicaments (surtout en Italie et Espagne) ; 1/3 de produits de parapharmacie (surtout en Allemagne) à base d'extraits liquides et 1/3 d'extraits divers (valériane, millepertuis...)

Nous croyons en outre que **le groupe a les moyens de redresser rapidement le niveau de marge d'Ebitda de la firme italienne** (rationalisation R&D, optimisation commerciale). Néanmoins, nous laissons inchangées à ce stade **nos projections qui tablent déjà sur un effet périmètre d'environ 15 M€ de CA pour 2007e**. Nous n'anticipons pas de nette amélioration de la marge opérationnelle (+50pb environ) pour tenir compte du ramp-up habituel des cibles. Le prix semble avoir été bien négocié à 1,3xCA et 11xEbitda (vs. respectivement 2,11 et 12x pour Naturex ou près de 4xCA pour la récente opération sur Fruit'aromes), preuve que Naturex est peu gêné par les fonds sur ces tailles de cibles à notre avis. **D'autres cibles sont en cours de négociation.**

Opinion Accumuler maintenue

La croissance externe fait partie intégrante du modèle économique de Naturex. Elle permet de valoriser les actifs de certaines cibles (faciles à intégrer) au travers d'un réseau commercial déjà bien structuré de Naturex.

Bien que la société ait recours au marché pour se refinancer, elle délivre une croissance régulière et ses cibles offre l'opportunité de pérenniser une croissance organique désormais plus robuste dans la mesure où le portefeuille (produits et clients) est plus large et les efforts commerciaux commencent à porter leurs fruits. Si l'arbitrage tient au différentiel dilution de l'appel au marché et relation des cibles intégrées, nous identifions des bases de croissance saine.

Nous laissons **notre objectif de cours inchangé à 59€**.

Prochain événement : CA T4 2006, fin janvier 2006