

OBER

Valorisation

DCF : 28,7 €
Comparables : 28,6 €

Résumé - Conclusion

Créateur et fabricant de panneau décoratif à véritable placage de bois, Ober capitalise sur la notoriété de ses marques fortes, Oberflex et plus récemment Marotte, acquise en juin 2006, porteuses d'une image luxe et design.

Compte tenu de son positionnement différenciateur et haut de gamme, le groupe devrait bénéficier de la tendance « bois », matériau écologique et chaleureux par excellence, et ce malgré un marché français attendu en ralentissement en 2008.

La stratégie du groupe basée sur son savoir faire technique et commercial ainsi que son offre innovante, lui permettra de développer son chiffre d'affaires tant en France qu'à l'international (25% du CA).

Par ailleurs, une situation financière saine (gearing : -29% en 2007) et l'intégration réussie de Marotte sont autant de conditions favorables pour envisager des croissances externes à moyen terme pour accélérer la croissance d'Ober.

Malgré la baisse des volumes anticipée sur le marché en 2008, nous estimons que compte tenu 1/ de son positionnement haut de gamme très demandé, 2/ du dynamisme du secteur de la décoration 3/ que le prescripteur n'est pas le payeur 4/ du faible impact du budget « Ober » dans le budget global, la société devrait pouvoir poursuivre son activité en 2008 sur la même tendance que 2007 avec une croissance de ses volumes et une croissance de ses prix.

Sur ces bases, nous considérons que le chiffre d'affaires consolidé devrait progresser de 8,8% en 2008e à 32 M€, puis devrait afficher une croissance de 10% par an jusqu'en 2010e.

Le contexte d'innovation avec une montée en puissance de produits à plus forte valeur ajoutée, ainsi que les gains de productivité anticipés devraient avoir un effet mécanique sur l'amélioration des marges opérationnelles estimées à 15,7% en 2008e puis 16,2% en 2009e. La marge nette devrait atteindre 10,9% et le ROE ressortir à 20,5% en 2009e.

Compte tenu de ces éléments nos estimations conduisent à une fair value de 28,65€ par titre soit une décote de plus de 36%.

Par ailleurs, compte tenu de sa politique de distribution de dividende, la société dispose d'un réel statut de valeur de rendement (4,0% net en 2007).

1^{er} avril 2008

Cours (31/3/08) 21,0 €
Juste Valeur 28,7 €

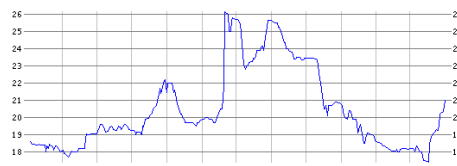
Données boursières

Alternext Allshare
Cotation Fixing
Capitalisation Boursière 30,3 M€
Flottant 8,7 M€
Nb d'actions 1 441 615
Volume Moyen (nb/j) 787 titres
Plus haut sur 12 mois 26,18 €
Plus bas sur 12 mois 17,45 €
Code ALOBR
Code Bloomberg ALOBR FP
Code Isin FR0010330613

Actionnariat

Ober Finances 50,5 %
Naxicap Partners 20,8 %
Public 28,9 %

Performance sur 1 an



Source : Infiniti

RATIOS	2006 proforma	2007	2008e	2009e	2010e
PE	12,2	9,8	9,2	7,9	7,0
P / CF	10,8x	8,9x	8,4x	7,3x	6,6x
P / CA	120%	103%	95%	86%	78%
VE / CA	112%	89%	80%	69%	57%
VE / EBITDA	9,9x	5,4x	4,8x	4,0x	3,3x
VE / ROC	10,9x	5,9x	5,1x	4,2x	3,5x
Rendement net	2,5%	4,0%	3,8%	4,4%	5,0%
CHIFFRES CLES (m€)	2006 proforma	2007	2008e	2009e	2010e
CA	25,2	29,4	32,0	35,2	38,7
var		16,7%	8,8%	9,8%	10,1%
ROC	2,6	4,5	5,0	5,7	6,3
roc en %	10,2%	15,2%	15,7%	16,2%	16,3%
RNpg publié	2,5	3,1	3,3	3,8	4,3
marge nette	9,8%	10,5%	10,3%	10,9%	11,1%
ROCE	27%	44%	43%	44%	46%
ROE	22%	22%	21%	21%	20%
Gearing	-19%	-29%	-30%	-33%	-39%

Coordonnées

Longeville en Barrois
55014 BAR LE DUC CEDEX
Tel : 03 29 76 77 78
Fax : 03 29 45 37 37
www.oberflex.fr

SOMMAIRE

SOMMAIRE.....	0
ANALYSE STRATEGIQUE.....	1
INDICATEURS CLES	2
OBER, FABRICANT HISTORIQUE ET INNOVANT DE PANNEAUX DECORATIFS A VERITABLE PLACAGE DE BOIS ..	3
LE BOIS, AU CŒUR DE LA TENDANCE	4
▪ UN MARCHÉ FRANÇAIS ATTENDU EN RALENTISSEMENT.....	5
▪ NEANMOINS SOUTENU PAR L'ATTRAIT DU DEVELOPPEMENT DURABLE.....	6
▪ UN SECTEUR ATOMISE EN VOIE DE CONCENTRATION.....	6
▪ QUI DEVRAIT BENEFICIER AUX FABRICANTS JOUANT LA CARTE DE LA DIFFERENCIATION	7
OBER, UN POSITIONNEMENT DE NICHE, DESIGN ET LUXE.....	8
▪ UN SAVOIR FAIRE APPLIQUE AU « SYSTEME-BOIS »	8
▪ OBERFLEX, LE « PRET A PORTER » DU GROUPE.....	8
▪ ET LA « HAUTE COUTURE » MAROTTE	10
▪ UNE CONCURRENCE DIRECTE LIMITEE.....	11
▪ DES REFERENCES VISIBLES ORIENTEES SECTEUR TERTIAIRE.....	11
▪ A DESTINATION DES QUATRE COINS DU MONDE	11
UNE STRATEGIE AXEE SUR LA CROISSANCE RENTABLE	12
▪ BASEE SUR UNE OFFRE HAUT DE GAMME DYNAMIQUE	12
▪ TOURNEE VERS L'AMELIORATION DE LA PRODUCTIVITE.....	13
▪ PORTEE PAR LE RELAIS DE CROISSANCE DE L'INTERNATIONAL.....	14
▪ DOPEE PAR DES ACQUISITIONS POTENTIELLES	14
LAISSANT AUGURER DE BONNES PERSPECTIVES	15
▪ 2007, CONSOLIDATION DE MAROTTE EN ANNEE PLEINE	15
▪ 2008, LE GROUPE DEVRAIT BIEN RESISTER SUR UN SECTEUR EN RALENTISSEMENT.....	16
▪ UNE SITUATION FINANCIERE SAIN.....	18
▪ UNE VALEUR DE RENDEMENT	18
UNE VALORISATION PRESENTANT UNE DECOTE.....	19
▪ VALORISATION PAR LES DCF ESTIMEE A 28,7 €	19
▪ VALORISATION PAR LES COMPARABLES BOURSIERS RESSORTANT A 28,6 € PAR ACTION	20

ANALYSE STRATEGIQUE

OPPORTUNITES

- Le Bois au cœur des nouvelles tendances de construction
- Concurrence directe limitée sur les panneaux en véritable placage de bois
- Potentiel des marchés internationaux
- Augmentation des bois importés + 15% en 2007

MENACES

- Concurrence indirecte intense des autres matériaux
- Consolidation par croissance externe des acteurs internationaux
- Ralentissement du marché prévu en 2008
- Augmentation de 16% du prix du bois en 2007
- Concurrences des produits importés

POINTS FORTS

- Leader sur le marché français à forte notoriété
- Gamme large et complémentaire : du sur-mesure aux panneaux industrialisés
- Barrière à l'entrée liée au savoir faire
- Innovation permanente par le lancement régulier de nouveaux produits
- Service clientèle sur-mesure
- Réseaux de prescripteurs prestigieux
- Politique volontaire de stocks relativement élevés permettant de compenser la hausse des matières premières
- Label qualité PEFC dans un souci de respect de l'environnement et de la gestion des forêts
- Potentiel de croissance à l'international
- Stratégie axée sur la croissance externe
- Structure financière saine

POINTS FAIBLES

- Procédé Oberflex tombé dans le domaine public
- Absence de visibilité de l'activité avec un carnet de commande compris entre 15 j et 1 mois
- Sensibilité aux matières premières
- Politique volontaire de stocks relativement élevés
- Poids des frais de personnel dans le compte charges nettement supérieure à la moyenne du secteur (30% vs 15%)

CONTRIBUTEUR A LA CROISSANCE DU CA

- Pricing power permettant d'augmenter les prix
- Efficacité commerciale et augmentation des volumes
- Développement du Chiffre d'affaires à l'export
- Potentiel de croissance externe

INTENSITE CAPITALISTIQUE

- Faible intensité capitaliste moins de 0,5 M€ d'investissements récurrents estimés par an

POTENTIEL D'AMELIORATION DES MARGES

- Synergies d'achat avec l'intégration de Marotte
- Mise en place de l'ERP Marotte
- Amélioration de la productivité

GENERATION DE CASH FLOW

La CAF représente :

- 7 fois les investissements 2008e
- 11% du CA

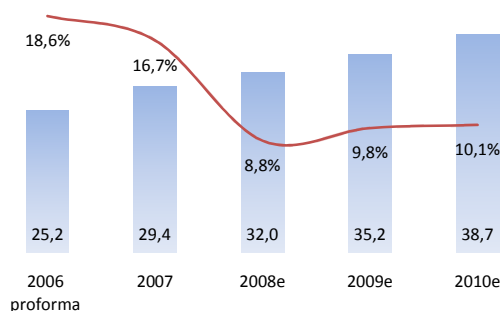
Entrainant une trésorerie disponible importante et un endettement net négatif

INDICATEURS CLES

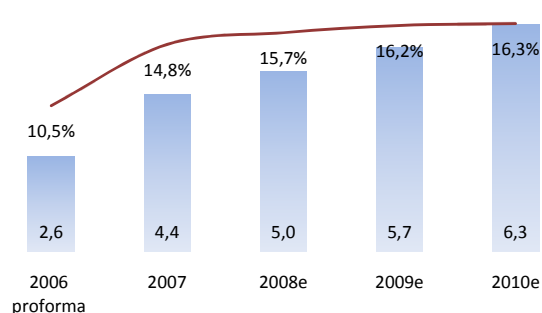
HISTORIQUE

- 1920 : Création, exploitation forestière et production
- 1968 : Mise au point du système Oberflex
- 1991 : Reprise à la barre du Tribunal de Commerce
- 1998 : EEM achète 80 % du capital puis 100% en 1999
- 2004 : LBO des cadres dirigeants via Ober Finance
- 2006 : Introduction sur Alternext
- 2006 : Achat de Marotte

EVOLUTION DU CHIFFRE D'AFFAIRES

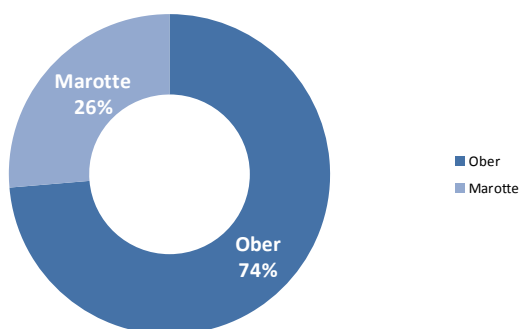


EVOLUTION DE L'EBIT ET DE LA MARGE*

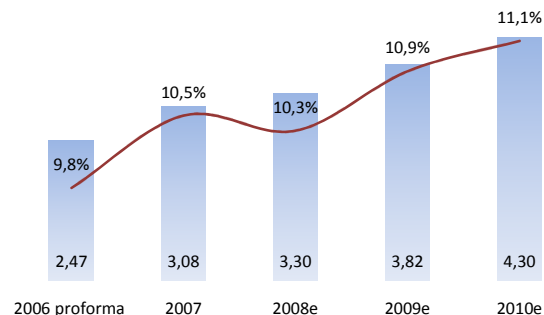


*retraité de la participation des salariés

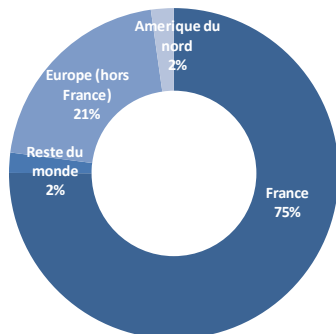
REPARTITION DU CA 2007 PAR ACTIVITE



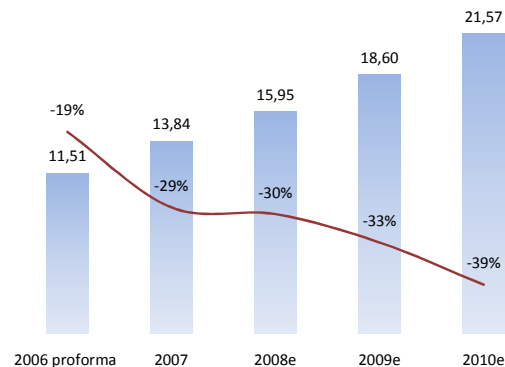
EVOLUTION DU RESULTAT NET ET DE LA MARGE



REPARTITION DU CA 2007 PAR PAYS



EVOLUTION DES FONDS PROPRES ET GEARING



OBER, FABRICANT HISTORIQUE ET INNOVANT DE PANNEAUX DECORATIFS A VERITABLE PLACAGE DE BOIS

Créée dans les années 20, la Société Paul OBER se dédiait alors à l'exploitation forestière et la production de bois d'industrie. Après sa destruction durant la seconde guerre mondiale, la société dirigée par Michel Ober se développe sur une nouvelle activité de tranchage du chêne puis de bois exotique.

Breveté en 1968, le procédé Oberflex est commercialisé dès les années soixante dix par Ober Atlantique, spécialisé alors dans la fabrication et commercialisation de panneaux décoratifs à véritable placage de bois.

Après trois croissances externes et quelques années difficiles, la société est reprise en 1991 à la barre du Tribunal de Commerce de Verdun par un groupe d'investisseurs. En 1998, le holding de participations dirigé par Jean-François Hénin, Electricité et Eaux de Madagascar (EEM) acquiert 80 % du capital de la société, qui devient une filiale du groupe à 100 % en 1999.

En 2002, devant les difficultés rencontrées sur la division placage, la société décide de fermer définitivement cette activité et procède à un plan de restructuration.

En 2004, la société est achetée en LBO par ses cadres dirigeants au travers d'Ober Finances bénéficiant de droits de vote double et détenue à :

- 42,5 % par Ober Participations représentant les cadres dirigeants de la société
- 42,5 % par EEM
- 15 % par Institut Lorrain de participation, société de développement régional

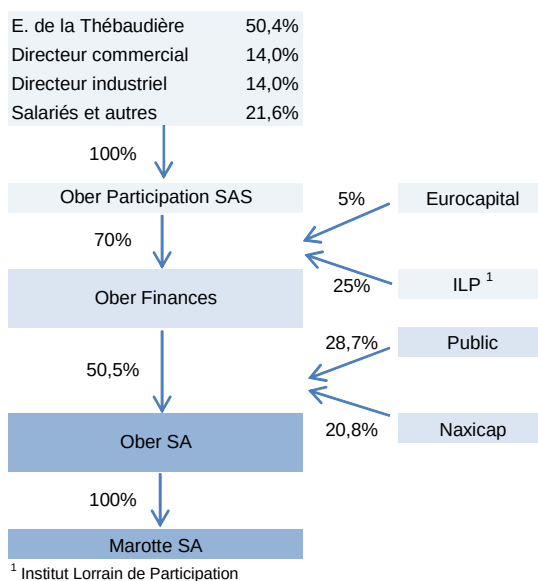
Ce montage assure ainsi le paiement d'un dividende minimum de 35% du résultat social sur 7 ans.

2004 est marquée par le retour au bénéfice, suivie par le renforcement des structures marketing, commerciales et industrielles qui permettent à la société d'enregistrer des résultats 2005 en forte hausse.

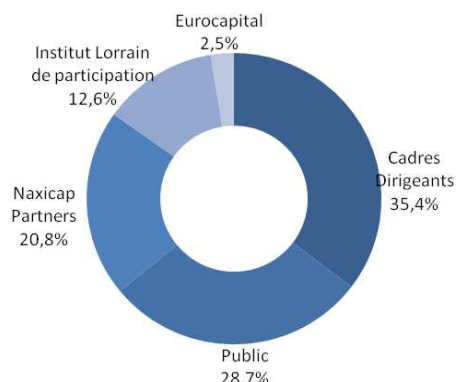
En juillet 2006, la société Ober s'introduit en bourse sur Alternext et lève 6M€ pour financer sa croissance puis annonce l'achat de son principal concurrent, Marotte pour un montant de 4M€, réglée pour moitié par la trésorerie disponible.

En mai 2007, l'actionnariat de la société est reconfiguré avec la sortie d'EEM et l'entrée de Naxicap Partners à hauteur 20,8% du capital. L'opération permet alors aux cadres dirigeants de se renforcer au capital d'Ober Finances détenant ainsi 73,91% des actions.

ORGANIGRAMME DES PARTICIPATIONS



REPARTITION DU CAPITAL SIMPLIFIEE AVEC DETENTION EN DIRECT



Source : Ober

Suite à ces évolutions, Etienne de la Thébaudière prend, en juillet 2007, les fonctions de Pdg, après avoir occupé les fonctions de directeur général, en remplacement de Frédéric Doulcet, actuel directeur général délégué d'EEM.

LE BOIS, AU CŒUR DE LA TENDANCE

Porté par un retour aux produits naturels, le bois prend toute sa place dans les tendances et modes d'aujourd'hui. Aux Etats-Unis, au Canada ou encore en Scandinavie, 90% des maisons construites ont recours au bois. Même si la France reste retardataire par rapport à ces pays, avec 10% seulement des maisons construites faisant appel au bois en 2007, on observe néanmoins une augmentation de près de 46% par rapport à 2001¹.

Ainsi, peu à peu, le bois et le verre tendent à remplacer le béton et l'acier. Qu'ils soient simplement décoratifs, avec une idée écologique et de bien-être (dans les hôpitaux) ou encore pour leur qualité techniques de réduction de bruit (panneaux acoustiques), les panneaux en bois deviennent incontournables.

Dans un environnement axé sur l'esthétisme et la décoration intérieure, ce matériau naturel et chaleureux est couramment utilisé depuis quelques années lors des travaux d'aménagement et/ou de rénovation des surfaces de vente, restaurants ou autre lieu d'accueil.

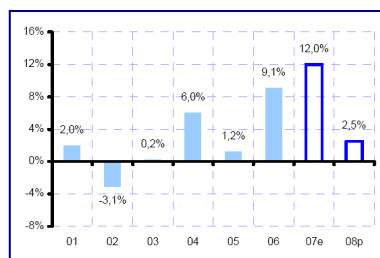
¹ Source Explorimmo

■ Un marché français attendu en ralentissement

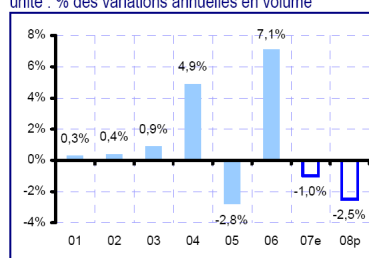
Si le Canada reste encore aujourd'hui le premier fabricant de panneaux en bois au monde, la France est le second pays Européen derrière l'Allemagne.

Suite à une année 2007 record enregistrant une hausse de 12% du CA sur l'ensemble de la profession, malgré une baisse des volumes, les fabricants de panneaux en bois devraient connaître un ralentissement de leur activité en 2008.

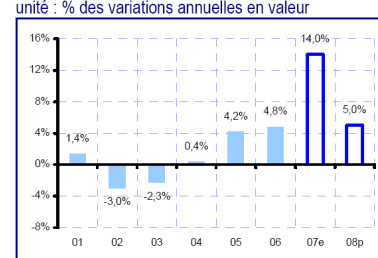
Chiffre d'affaires de la profession
unité : % des variations annuelles en valeur



Production française de panneaux de bois
unité : % des variations annuelles en volume



Prix à la production des panneaux et placages de bois
unité : % des variations annuelles en valeur



Source XERFI – Septembre 2007

Confronté à l'envolée des prix de matières premières

Outre l'effet de la conjoncture économique globale, les fabricants de panneaux de bois doivent faire face à l'envolée des prix des matières premières – lesquelles représentent, selon le Sessi, 49,4% du chiffre d'affaires des entreprises du secteur en 2006 (vs 48,9% en 2005).

Les fabricants français évoluent ainsi dans un contexte de renchérissement du prix du bois, qui, selon le bureau d'analyse Xerfi, s'est envolé de 16% en 2007, mais également de celui des autres matières premières nécessaires à l'activité (colles ou autres gélatines) qui ont augmenté en moyenne de près de 3% par an depuis début 2005.

L'impact de cette inflation du prix des matières premières depuis plusieurs années, a eu des répercussions significatives sur les prix à la production des panneaux et placages de bois qui selon l'Insee et Xerfi ont progressé de 14% en 2007 après deux années consécutives de hausse à plus de 4% par an.

Une demande moins soutenue en volume mais bien orientée en valeur

Après une année 2006 de forte croissance (+7,1% en volume), la production des panneaux et placages de bois a accusé un recul de 1% en 2007 et devrait poursuivre sur cette tendance en 2008 (-2,5% en 2008 selon les estimations de Xerfi). Les raisons de cette baisse attendue des volumes sont étroitement liées au ralentissement des débouchés :

- **la construction (50 % de la fabrication de panneaux).** Dans le cadre de nouveaux bâtiments ou de travaux de rénovation, le panneau de bois trouve toute sa place qu'il soit pour la réalisation des structures, dans un objectif d'isolation ou bien d'aménagement intérieur. Or, le durcissement des conditions de crédits et des prix de l'immobilier qui restent encore élevés devraient entraîner un ralentissement du secteur en 2008.
- **l'ameublement/agencement (40% de la fabrication de panneaux - fabrication de meubles de bureaux, de cuisine, salles de bains...)** L'industrie du meuble,

second débouché du panneaux de bois, est lui aussi en recul (-0,5% en 2007 et -2,5% prévu pour 2008) du fait de la réduction de l'offre d'une part et de la concurrence des produits importés d'autre part, la tendance actuelle étant plutôt au meuble à moindre coût.

- **l'emballage (10% de la fabrication de panneaux** - création de caisses ou palettes). Dernier marché cible des fabricants de panneaux, le marché de l'emballage connaîtra la même décélération pour 2008 liée notamment à la faible demande de l'industrie agroalimentaire (premier demandeur de palettes) et à la tendance générale de la baisse du transport terrestre.

Malgré des volumes en recul, le marché reste néanmoins bien orienté en valeur, du fait d'un effet prix toujours positif, lié notamment à la répercussion de la hausse du prix des matières premières dans les prix de vente (+14% en 2007). Ainsi, en valeur, le chiffre d'affaires de la profession progresse encore de 12% en 2007 après une hausse de 9,1% en 2006 (source Xerfi).

Subissant la concurrence des produits importés et d'autres matériaux

Si les exportations françaises de panneaux décoratifs restent bien orientées (+8% en 2007 selon Xerfi), la forte concurrence des panneaux importés en provenance des pays d'Amérique du Sud, des pays de l'Est, scandinaves – maîtres du panneau contreplaqué – et asiatiques (+15,5% en 2007) vient cependant impacter l'évolution du marché, avec un solde commercial en forte baisse en 2007 par rapport à 2006.

Autre source de concurrence, les produits de substitution constituent également une menace forte pour ce type de produits. En effet, nombreux sont les produits susceptibles de remplacer les panneaux décoratifs en bois que ce soit les panneaux en PCV – dont les principales ventes s'effectuent dans la couleur bois –, les papiers peints ou tout simplement la peinture à effet.

▪ Néanmoins soutenu par l'attrait du développement durable

Le bois est reconnu comme l'un des matériaux de construction les plus écologiques en permettant notamment de stocker le carbone (une tonne de bois contient une demi tonne de carbone) et des plus innovants permettant de laisser s'exprimer la créativité contemporaine. Issu d'une ressource naturelle et renouvelable, le bois joue un rôle majeur dans le développement durable et la lutte contre l'effet de serre. C'est pourquoi, l'Accord Cadre « Bois-Construction Environnement » signé en 2001, incite les professionnels à augmenter la part du bois dans la construction de 25% d'ici 2010 notamment au travers de la maison au label HQE (haute qualité environnementale).

▪ Un secteur atomisé en voie de concentration

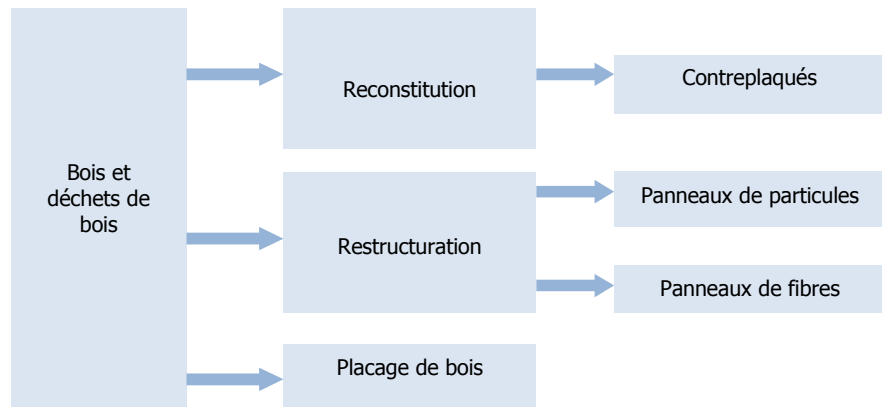
En quête de gains de productivité, sur un métier très capitalistique et à fortes barrières à l'entrée, les acteurs du secteur doivent réaliser de lourds investissements afin de moderniser leur outil de production pour être toujours plus compétitifs et garder leur position concurrentielle.

Outre l'objectif de compétitivité en termes de production, qui devient de moins en moins artisanale, il s'agit également d'acquérir la taille critique grâce aux économies d'échelle et d'éviter la concurrence internationale de plus en plus présente. Ainsi, dans le secteur du panneau, les années 2000 ont été fortement marquées par des investissements élevés afin d'industrialiser au maximum la production.

Dans ce contexte le secteur reste dominé par des filiales de grands groupes en quête de croissance externe pour consolider leurs parts de marché. Ainsi, le nombre de fabricants français de panneaux en bois a baissé de 15% sur la période 2000-2006, passant de 78 acteurs à 66.

▪ Qui devrait bénéficier aux fabricants jouant la carte de la différenciation

Fabriqués à base de bois ou déchet de bois, les panneaux décoratifs se retrouvent principalement à travers quatre types de produits ².



- Les panneaux contreplaqués représentant 16% du CA ³ : le contreplaqué est composé de feuilles de placage disposées en plis superposés et collées dans le sens du fil du bois. Les feuilles de bois sont obtenues par déroulage ou tranchage de billes de bois. L'épaisseur des feuilles variant, est généralement comprise entre 0,8 et 4mm.
- Les panneaux de particules (18% du CA) ³ : panneau dit de « process », constitué de particules de bois (grands copeaux, particules, copeaux de rabotage, sciure,) et/ou autre matériau lignocellulosique en formes de particules (amas de chanvre, amas de lin, fragments de bagasse) avec addition d'un liant organique ou minéral.
- Les panneaux de fibres (23% du CA de la profession) ³ : panneau dit de « process », constitué de fibres de bois d'une épaisseur supérieure ou égale à 1,5mm, obtenues à partir de fibres lignocellulosiques avec application de chaleur et/ou de pression. La cohésion provient :
 - o soit du feutrage de ces fibres et de leurs propriétés adhésives intrinsèques (procédé humide)
 - o soit de l'addition d'un liant synthétique (procédé à sec).
- Les panneaux surfacés (43% du CA) ³ : spécialité de la Société Ober, il s'agit d'un panneau décoratif dont l'objectif est d'appliquer des feuilles de bois précieux sur des bois de valeur moindre.

² Source Irabois (Institut de Recherches Appliquées au Bois)

³ Dernière étude du SESSI 2006

OBER, UN POSITIONNEMENT DE NICHE, DESIGN ET LUXE

▪ Un savoir faire appliqué au « système-bois »

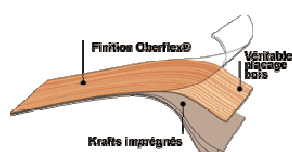
Le groupe Ober, spécialisé dans la création et fabrication de panneaux décoratifs à base de véritable placage de bois – maître du processus de fabrication –, commercialise ses produits sous les marques Oberflex et plus récemment Marotte, rachetée en juillet 2006.

Sa notoriété grandissante trouve son origine dans une stratégie entièrement basée sur le « système-bois ». L'objectif de cette politique est de considérer le bois sous tous ses aspects, du simple produit de première nécessité, un matériau décoratif, ou encore comme source d'inspiration pour les créateurs et autres artistes. Concrètement, le système-bois chez Ober trouve son explication par une offre de solutions bois allant du sol au plafond.

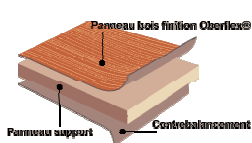
La notoriété du Groupe Ober s'appuie un savoir faire historique de tranchage et pressage du bois et sur la largeur de gamme avec 45 essences différentes pour Ober et 130 chez Marotte. Le chêne et le hêtre restent les tendances du moment, mais les bois exotiques contribuent à l'élargissement de la gamme. En 2007, Ober est à même de proposer environ 3500 références.

▪ Oberflex, le « prêt à porter » du groupe

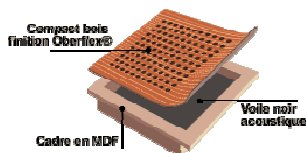
La gamme Oberflex représente 76 % du CA, le sur-mesure représenté par les panneaux d'ébénisterie et les solutions plafonds, 24 %. Ober commercialise essentiellement quatre types de produits :



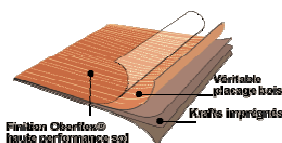
- Les panneaux à replaquer : il s'agit du véritable fer de lance de la marque. Composé d'un véritable placage de bois, le panneau est ensuite recouvert de la finition Oberflex, permettant au panneau de résister au feu, aux rayures, etc...



- Les panneaux d'ébénisterie prêts à l'emploi : composés d'un contre-balancement, d'un panneau de particules comme support et de la finition Oberflex, ils sont beaucoup plus épais que les panneaux à replaquer.



- Les solutions plafonds : composés de la même façon que les panneaux d'ébénisterie, ils se destinent à la couverture des plafonds. Avec la marque Microsound, Ober propose des panneaux plafonds composés d'un voile noir acoustique permettant l'isolation sonore. Ce type de solution est notamment très appréciée pour les salles de conférences, les hôpitaux ou encore dans les banques.



- Les solutions sols : il s'agit de parquets surélevés avec le revêtement de la finition Oberflex.

Une gamme esthétique

L'esthétique est évidemment une des caractéristiques incontournables des produits du Groupe. Il s'agit essentiellement de la sélection du placage mais elle regroupe également le surfaçage et l'assemblage.

Ober propose principalement quatre types de surfaçages possibles :

- Le satiné, avec pour objectif d'obtenir un aspect ciré
- Le relief, avec une structure plus prononcée que le satiné
- Le mat, dont l'objectif est de garder la couleur naturelle
- Le brossé, qui correspond à un surfaçage mat plus prononcé.

L'assemblage des placages dépend également de la volonté du client. Ober propose ainsi trois types d'assemblages possibles.

- Assemblage façon massif : cette méthode a pour objectif d'harmoniser des feuilles de placage provenant de billes de bois différentes.
- Assemblage ébénisterie au glissé ou à livre ouvert : dans le cas de l'assemblage dit ébénisterie, les feuilles de placages assemblées proviennent des mêmes billes de bois et se suivent.



Au glissé

*A livre
ouvert*

La technique au service du client

Le secteur restant toujours atomisé et la menace des produits de substitution assez forte, les acteurs doivent trouver des sources de différenciation pour apporter une valeur ajoutée à leur produit. Les efforts techniques fournis par Ober offrent un avantage concurrentiel à la marque. En effet, outre la qualité, la finition Oberflex offre une très bonne résistance au panneau. Elle permet ainsi la résistance aux rayures, aux rayons du soleil, aux empreintes, aux chocs, aux tâches ou encore aux brûlures de cigarettes. De plus, la facilité d'entretien (eau savonneuse) est très appréciée des clients ; autant de caractéristiques adaptées au souci de satisfaction de la clientèle.

Le service proposé par Ober constitue également un point positif non négligeable. Il est à la disposition des prescripteurs qu'ils soient architectes, ou designers pour les aider dans leurs prises de décision, dans la conception de leur projet, et leur fournir le cahier des charges le plus adapté.

Un site de production offrant un potentiel d'extension

Situé à Bar-le-Duc (Meuse), le site de production d'Ober emploie un effectif moyen de 135 personnes en 2007. L'atelier de fabrication, de 29.000 m², dispose également d'une capacité de stockage de 250.000 m² de placages. En 2007, la société exploite seulement 60% de sa capacité de production et peut donc sans difficulté absorber la montée en puissance de son chiffre d'affaires. Toutefois, en cas de besoin à moyen terme, Ober bénéficie de capacité d'extension de son outil de production sur le même site.

Une commercialisation via des réseaux de distributeurs sécurisés

Le groupe distribue ses produits pour 90 % à travers un réseau de distribution spécialisé principalement Point P et PBM Pano France, via un référencement national, couvrant 120 points de vente en France, le solde étant vendu auprès des professionnels type cuisinistes, menuisiers, fabricants de portes...

La spécificité de cette commercialisation réside dans le fait qu'Ober est à l'origine des ventes en amont, via son service de prescripteurs, le magasin spécialisé stocke les produits et facture le client final. La société bénéficie donc d'une présence nationale, de la sécurisation du paiement, et de l'optimisation du coût de stockage de ses produits. Le risque de déréférencement nous paraît compensé par la notoriété et la qualité des produits du groupe exigée par les prescripteurs.

▪ Et la « haute couture » Marotte

Marotte offre une gamme Luxe axée sur le sur-mesure qui représente 80% de l'activité.

Des panneaux esthétiques haut de gamme

De même qu'Ober, Marotte propose une offre complète de panneaux décoratifs et dispose d'une gamme s'appuyant sur 130 essences de bois. Les panneaux esthétiques se déclinent sous toutes leurs formes, du panneau tissé (maillage de bandes de placage), au panneau sculpté en passant par les panneaux à mosaïques ou encore la marqueterie. L'offre de Marotte est résolument tournée vers le côté luxueux, innovant et design des panneaux décoratifs à base de bois. Ainsi, la société compte des salariés issus de l'Ecole Boulle (Ecole supérieure des Arts Appliqués).

Une offre technique

Marotte décline également ses panneaux décoratifs en panneaux techniques dans le cas d'usages bien particuliers. Outre le panneau acoustique, sensé réduire les vibrations sonores, Marotte propose également des panneaux ignifuges (résistant au feu), hydrofuges (pour les milieux humides), répondant aux spécifications internationales requises. Elle propose également des solutions plafonds ou encore des panneaux moulés, en forme de coques. Les finitions à la carte restent au bon vouloir du client, mais Marotte ne dispose pas d'une finition du type de l'Oberflex : il s'agit de laques, de vernis, de simples teintes ou encore de nacres.

Une création sur-mesure depuis Saint-Ouen

Le site de production de Marotte est situé à proximité de Paris, à Saint-Ouen (Seine-Saint-Denis). Disposant d'un atelier de fabrication de 11.000 m² et d'une surface de stockage d'environ 240.000m² de placages, le site accueille aujourd'hui 64 personnes. Marotte porte une attention toute particulière aux services et conseils apportés au client. Outre l'aide apportée à la décision, Marotte permet à ses clients de venir sélectionner les placages de leur choix directement sur site et n'hésite pas à les accompagner sur les chantiers, en France comme à l'étranger, afin de s'assurer du bon déroulement des opérations. Ce métier reste donc un métier de main-d'œuvre pour lequel les charges de personnel sont lourdes (35% du CA en 2007).

Une distribution exclusive auprès des agences et menuisiers

Marotte capitalise sur son équipe de prescripteurs pour être référencée auprès des architectes qui inscrivent à leur cahier des charges la qualité des produits Marotte. Ce sont néanmoins les agences et menuisiers (environ 1000 clients annuels) qui passent commandes auprès de la société. A l'export, l'entreprise compte volontairement un client agent distributeur par pays, qui s'explique principalement par la taille restreinte de son

équipe commerciale. D'après la direction, compte tenu de sa notoriété, la société pourrait facilement compenser la perte d'un contrat.

▪ Une concurrence directe limitée

Positionnée sur la niche du panneau à véritable placage de bois, la société Ober ne dispose pas, de fait, d'une très forte concurrence directe. En effet, les plus gros acteurs du marché du panneau ³ – Isoroy, Kronofrance, Polyrey ou Unilin – se positionnent sur les marchés de panneaux de fibres ou de particules. Les panneaux à base de véritable placage de bois – quand l'activité existe – est loin d'être le cœur de cible de ces acteurs.

Aujourd'hui, rares sont les entreprises évoluant encore sur la même niche. Cependant Sonae Industria, les produits Alpi diffusés par Hubler (CA estimé à 5 M€ sur cette activité) et Rhône Placages (CA de 14,8M€ en 2006) représentent néanmoins des concurrents directs.

▪ Des références visibles orientées secteur tertiaire

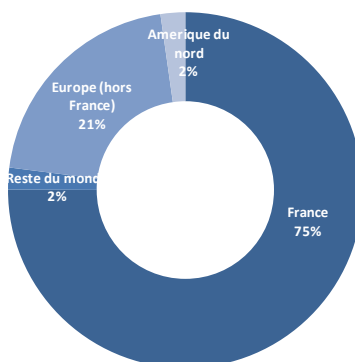
La société est présente sur 3 débouchés principaux : l'architecture commerciale, l'hôtellerie-loisir, et les bureaux. Le groupe ne bénéficie pas à proprement parler de visibilité du carnet de commande ou même de récurrence de chiffre d'affaires compte tenu de son mode de commercialisation auprès de grossistes. Néanmoins, Ober possède des contrats cadre (stipulant les qualités requises, mais non les quantités ou les prix pratiqués sans engagement ferme) et compte ainsi parmi ses donneurs d'ordres des sociétés à enseignes nationales : Galeries Lafayette, L'Oréal, LVMH, la SNCF, Mc Donald's qui repensent la décoration et l'aménagement intérieur de leurs locaux de manière régulière.

▪ A destination des quatre coins du monde

La société compte 4 personnes entièrement dédiées à l'international issu de la fusion Marotte - Ober, dont 2 pour l'Europe de l'Est et le Moyen Orient, 1 en l'Espagne et 1 en Corée du Sud.

Le groupe dispose également de 15 agents et distributeurs en 2007 vs 10 en 2006 qui disposent de stocks sur place pour générer du Chiffre d'affaires rapidement.

Sur l'année 2007, les ventes à l'export représentent environ 25% du chiffre d'affaires (souvent des clients français accompagnés dans leurs projets à l'international), loin de la moyenne des acteurs du marché qui exportent en général à hauteur de 46% (Xerfi).



³ Source Coface Rating

UNE STRATEGIE AXEE SUR LA CROISSANCE RENTABLE

▪ Basée sur une offre haut de gamme dynamique

La sélection des essences de bois le plus recherchées

Seuls 3% du bois issu des forêts est propre à être tranché et utilisé pour le placage. Le pôle achat et la gestion des stocks sont donc essentiels à l'activité, nécessitant des stocks disponibles importants (95 jours de CA en 2007) et une grande réactivité compte tenu de l'évolution des prix du bois. La direction positionne cette activité au cœur de sa stratégie, renforcée par le rapprochement avec Marotte qui devrait générer des synergies d'achat en regroupant ses équipes sur le même pôle. Le département s'est récemment renforcé avec le recrutement d'un acheteur supplémentaire, soit 5 personnes au total. Les bois sont sélectionnés en provenance d'Europe, d'Amérique du Sud, d'Afrique et d'Asie achetés auprès d'un grand nombre de fournisseurs (aucun ne représentant plus de 5% des achats) avec l'entrée récente de 70 nouveaux fournisseurs.

Une gamme innovante jouant les effets matières

Le groupe porte une très grande importance au service de recherche et développement (1,7% du CA en 2007). Ober dispose de 4 personnes à plein temps, et d'un laboratoire en interne dédié à l'innovation et au design de ses panneaux. Cette stratégie lui permet ainsi de lancer chaque année deux nouvelles familles de produits par marque.

Par ailleurs, la société vient de développer un partenariat avec le groupe Dupont pour la fabrication de panneaux design sculptés en Corian (matériau de haute technologie combinant minéraux naturels et polymères acryliques, malléable et solide, déclinés en 100 couleurs différentes).

Dans la tradition de Marotte, le groupe dépose systématiquement ses modèles et marques pour protéger sa propriété intellectuelle et maintenir des barrières à l'entrée vis-à-vis de la concurrence.

Des synergies marketing et commerciales axées sur le pôle Paris – Londres – New-York

La prescription (département comprenant 5 personnes) auprès des architectes qui font la tendance est indispensable à la notoriété de la société. Le groupe utilise à cet effet les services d'un attaché de presse. Le budget marketing est ainsi estimé à 6 % du CA en moyenne par an comprenant pour l'essentiel les documents commerciaux, la réalisation d'échantillons et la présence sur des salons. En 2007, Ober a envoyé 6000 classeurs d'échantillons destinés à de nouveaux contacts, le nombre d'architectes dans le monde est estimé à des dizaines de milliers ce qui laisse un large potentiel.

Le groupe entretient des relations étroites avec le monde de la création à l'origine de sa reconnaissance auprès des architectes prescripteurs, notamment par l'intermédiaire de partenariats sur des salons spécialisés type Designer's days (50 000 visiteurs issus du monde des designers). Par ailleurs, la société s'est associée avec l'agence de design « 5.5 designers » et a remporté le Trophée du Design lors du Salon Batimat.

Les agents commerciaux, 14 personnes, sont de véritables salariés de l'entreprise, plus impliqués dans l'entreprise que de simples commissionnaires ou VRP.

Notoriété permettant un pricing power élevé

Du fait de la concurrence directe limitée et d'une largeur de gamme de plus de 3500 références, Ober est considéré aujourd'hui comme leader mondial sur le marché du panneau décoratif de luxe à base de véritable placage de bois. Ce positionnement lui permet ainsi de bénéficier d'un pricing power élevé.

De plus, même si les panneaux décoratifs tendent à être plus chers que les produits de substitution – en particulier pour le Groupe Ober, positionné sur un marché de luxe – le prix reste dérisoire face à l'ensemble du budget consacré à la construction ou rénovation du bâtiment.

Cependant la concurrence sur les prix reste vive, le groupe envisage donc d'estampiller ses produits pour les différencier des produits plus standards et renforcer son image de marque vis-à-vis de ses clients et prescripteurs.

Une position développement durable et qualité

A l'heure du développement durable, les acteurs du marché du panneau en bois se doivent d'avoir des démarches environnementales.

A cet effet, Ober a obtenu en 2005 le label PEFC (Programme for Endorsement of Forest Certification) valable pour cinq ans. Ce label indique à l'acheteur d'un produit en bois que celui-ci est constitué au minimum de 70% de bois d'une forêt gérée durablement et également détentrice du label.

L'offre de produits de très bonne qualité, a permis à Ober d'obtenir la certification ISO 9001.

Par ailleurs, la société investit dans le process de revalorisation des déchets avec notamment l'installation d'un système de traitement des composés organiques volatiles mis en place en 2005. De plus, la nouvelle chaudière à gaz devrait permettre au groupe de réduire ses frais d'énergie.

▪ Tournée vers l'amélioration de la productivité

Les récents investissements concernant notamment une machine à commande numérique dont le process est breveté devraient permettre d'améliorer la productivité avec une vitesse de production fortement augmentée, de produire de nouveaux produits et d'élargir la gamme.

Néanmoins, les produits haut de gamme fabriqués par le groupe nécessitent surtout un savoir-faire humain engendrant des investissements hommes.

Ce savoir faire se retrouve au travers :

1/ de charges de personnel très supérieures à la moyenne du secteur : 28,5% du CA chez Ober et 35% du CA chez Marotte contre une moyenne pour la profession située à 15,4%.

2/ d'un chiffre d'affaires / effectif de 147K€ en moyenne pour le groupe très inférieur à celui de la profession (262,4 K€ - Source Xerfi).

3/ mais une productivité apparente très supérieure à celle des fabricants de panneaux bois en général : 72K€ par personne en 2007 contre 49,5K€ par personne pour la moyenne du secteur (source Sessi).

Analyse de la productivité consolidée

	2006 proforma			2007			variation		
	S1	S2	Année	S1	S2	Année	S1	S2	Année
CONSOLIDE									
Effectif	192	196	194	202	198	200	5%	1%	3%
Salaire moyen chargé M€	0,023	0,020	0,043	0,024	0,021	0,044	3%	5%	4%
CA/effectif M€	0,070	0,060	0,130	0,076	0,071	0,147	8,6%	18,4%	13,2%
ROC/effectif M€	0,006	0,007	0,013	0,011	0,012	0,022	65,4%	72,3%	68,8%

Source : Ober, Opale Finance

Pour finir, la mise en place d'un ERP chez Marotte, opérationnel début 2009, devrait permettre une optimisation du pilotage de l'entreprise (fluidifier l'information, planification de production) et à terme de dégager des gains de productivité en enrichissant la comptabilité analytique pour mieux ajuster les tarifs.

▪ Portée par le relais de croissance de l'international

Compte tenu de leur légèreté, les produits Oberflex sont facilement exportables et le coût de transport limité. Par ailleurs, la réglementation européenne (EN481) s'appliquant aux produits relativement exigeante permet au groupe d'envisager une expansion internationale dans la plupart des pays du monde.

Ober souhaite capitaliser sur ses marques fortes pour accélérer cette internationalisation, en ouvrant des bureaux à New-York, Corée du Sud pour la couverture de l'Asie et Dubaï prévue en septembre 2008, pour la zone Moyen Orient.

La société table sur une augmentation raisonnable de ses exportations avec pour objectif d'atteindre un CA de 10M€ à l'export en 2009 qui portera la part de l'international à 28% selon nos estimations. Ce potentiel nous semble réaliste compte tenu d'une moyenne du secteur totalisant 46% du CA à l'international en moyenne lui conférant encore un potentiel de croissance.

Le chiffre d'affaires export est libellé en euros et garanti par la Coface en totalité. La parité euro/dollar actuelle représente certes un frein au développement de l'activité, cependant le groupe, dans un souci de gestion prudente, préfère une croissance maîtrisée en euro plutôt qu'un risque devise potentiel.

▪ Dopée par des acquisitions potentielles

La société est déjà familiarisée à la stratégie de croissance externe depuis l'acquisition de Marotte pour un montant de 4M€, valorisée pour mémoire un peu moins de 0,5x le CA et moins de 6 fois son résultat d'exploitation.

A court-moyen terme, Ober souhaite continuer sa croissance par acquisition ciblée en s'appuyant sur ces principaux critères pour sélectionner les cibles potentielles :

- Une spécialisation sur les panneaux décoratifs dans un matériau naturel (pierre, métal, verre ou tissu...)
- Un positionnement haut de gamme bénéficiant d'une forte notoriété connu des prescripteurs-architectes
- Une activité générant des taux de marges brutes comparables à celles du groupe
- Le contrôle du capital souhaité
- Un Chiffre d'affaires compris entre 8 et 15 M€

Le groupe a mandaté un cabinet et d'ores et déjà identifié deux sociétés dans des métiers très proches du sien.

LAISSANT AUGURER DE BONNES PERSPECTIVES

▪ 2007, consolidation de Marotte en année pleine

Un chiffre d'affaires résolument en hausse

Contrairement à l'ensemble de la profession, Ober n'a pas subi de baisse de ses volumes au cours de l'exercice. Bien au contraire, toutes ses gammes de produits enregistrent une forte croissance tant en terme de volumes qu'en terme de prix, affichant au global pour sa partie production vendue une croissance de 22 %, soit une croissance des volumes de 14,1 % et une croissance des prix de 6,9 %.

La situation est en revanche plus contrastée chez Marotte pour laquelle le marché est plus concurrentiel et les produits plus facilement imitables.

Néanmoins, la société a bien résisté, et la baisse constatée du prix moyen des produits sur-mesure, provient d'un effet mix-produits, le groupe estimant en réalité avoir augmenté ses prix de l'ordre de 5% en moyenne sur ses produits.

En termes consolidé, le chiffre d'affaires progresse de 16,7% par rapport à celui de l'exercice 2006 proforma (hypothèse d'une intégration de Marotte au 1/1/2006), soit une croissance de 20,5% chez Ober et de 7,8% chez Marotte (porté par une forte croissance de ses ventes de marchandises et autres prestations).

Consolidation OBER- Marotte

	2006 proforma	2 007	variation
Chiffre d'affaires	25,20	29,42	16,7%
EBITDA	2,84	4,85	71,0%
ROC	2,57	4,47	74,0%
Résultat financier	-0,12	-0,14	19,2%
Résultat net retraité pdg	2,41	3,18	32,2%

Source : Ober

Et des marges en croissance

Le résultat opérationnel courant est en hausse de 74%, à 4,47M€ (vs 2,57M€), en dépit du versement, pour la première fois, d'une participation aux salariés de 0,311M€ sur l'exercice et se détaille en :

- Une croissance de 86% du résultat chez Ober en 2007 (à comparer à une croissance du chiffre d'affaires de 20,5%), grâce à une bonne maîtrise des achats et des charges externes, permettant de gagner près de 3 points de valeur ajoutée, cumulé à une meilleure productivité. On notera que les résultats du S1 sont impactés par une lourde provision pour participation des salariés (273K€) et que le S2 bénéficie pour partie de la reprise de cette provision (113K€).
- Une croissance de 42,5% du résultat chez Marotte (à comparer à une croissance du chiffre d'affaires de 7,8%), restant néanmoins affectée par des charges externes et des frais de personnels plus lourds que chez Ober (35% du CA chez Marotte contre 28,4% chez Ober). On notera que le S2 souffre d'une dotation complémentaire de la provision pour participation des salariés pour 97K€.

Analyse du CA et du ROC par entité

	2006 proforma			2007			variation		
	S1	S2	Année	S1	S2	Année	S1	S2	Année
OBER									
CA	9,50	8,26	17,76	11,07	10,33	21,39	16,5%	25,0%	20,5%
ROC	0,97	0,89	1,85	1,69	1,76	3,45	74,8%	98,7%	86,2%
Marge opérationnelle courante	10,2%	10,8%	10,4%	15,2%	17,1%	16,1%			
MAROTTE									
CA	3,96	3,48	7,44	4,31	3,71	8,02	8,8%	6,7%	7,8%
ROC	0,28	0,44	0,72	0,47	0,54	1,02	71,5%	24,1%	42,5%
Marge opérationnelle courante	7,0%	12,6%	9,6%	11,0%	14,7%	12,7%			
Consolidé									
CA	13,46	11,74	25,20	15,38	14,04	29,42	14,2%	19,6%	16,7%
ROC	1,24	1,33	2,57	2,16	2,31	4,47	74,0%	74,0%	74,0%
Marge opérationnelle courante	9,2%	11,3%	10,2%	14,1%	16,4%	15,2%			

Source : Ober, Opale Finance

La marge d'exploitation progresse ainsi de 10,2% (proforma 2006) à 15,2%. Le résultat net part du groupe s'inscrit en hausse de 24,3% à 3,08M€ affichant une marge nette de 10,5% (vs 9,8% en 2006 proforma). Retraité de l'exceptionnel, le résultat net est en hausse de 32% et la marge nette retraitée passe à 10,8% vs 9,6%.

- **2008, le groupe devrait bien résister sur un secteur en ralentissement**

Un chiffre d'affaires toujours bien orienté

Malgré la baisse des volumes anticipée sur le marché en 2008, nous estimons que compte tenu 1/ de son positionnement haut de gamme très demandé, 2/ du dynamisme du secteur de la décoration 3/ que le prescripteur n'est pas le payeur 4/ du faible impact du budget « Ober » dans le budget global, la société devrait pouvoir poursuivre son activité en 2008 sur la même tendance que 2007 avec une croissance de ses volumes et une croissance de ses prix.

Ainsi, nous prévoyons une croissance des volumes moyens (tous produits confondus) de 6,4% chez Ober et de 5% chez Marotte ainsi qu'une croissance moyenne des prix de 3,9% chez Ober et quasi stable chez Marotte.

Sur ces bases, nous considérons que le chiffre d'affaires consolidé devrait progresser de près de 9% en 2008e à 32,014M€.

Au-delà (2009e et 2010e), nous prévoyons une croissance du chiffre d'affaires de l'ordre de 10% par an.

Et une poursuite de la croissance des marges

Cette progression du chiffre d'affaires anticipée s'inscrit dans un contexte d'innovation avec une montée en puissance de produits à plus forte valeur ajoutée qui devrait avoir un effet mécanique sur la croissance des marges.

Par ailleurs, nous pensons qu'il existe encore des gisements de productivité, en particulier chez Marotte, qui devrait également avoir un impact sur les marges, d'autant que la mise en place d'un ERP dès 2009 devrait porter ses fruits et lui permettre de rejoindre progressivement les marges d'Ober.

Le poids des charges de personnel / CA devrait ainsi passer progressivement d'un peu plus de 28% chez Ober à un peu moins de 26% à horizon 2010 et de près de 35% chez Marotte à un peu plus de 31% à horizon 2010.

Aussi, nous prévoyons pour 2008 un résultat opérationnel courant de 5,0M€, soit une marge opérationnelle de 15,7% (vs 15,2% en 2007) et de 5,7M€ en 2009 soit une marge opérationnelle de 16,2%.

Le résultat net devrait suivre la même tendance mais sera impacté, par rapport au passé, du poids de l'impôt société en année pleine. Ainsi, en 2008 nous prévoyons un résultat net de 3,3M€ soit une marge nette de 10,3% (vs 10,5% en 2007) et de 3,8M€ en 2009 soit une marge nette de 10,9%.

Détail de nos estimations par entité

	2008e	variation	2009e	variation	2010e	variation
OBER						
CA	23,55	10,1%	25,85	9,8%	28,49	10,2%
ROC	3,82	10,6%	4,32	13,3%	4,73	9,5%
Marge opérationnelle	16,2%		16,7%		16,6%	
Effectifs	142	4,0%	147	3,9%	154	4,8%
Charges de personnel	6,44	6,1%	6,83	6,0%	7,29	6,8%
MAROTTE						
CA	8,47	5,5%	9,31	10,0%	10,21	9,7%
ROC	1,20	17,9%	1,37	14,1%	1,59	16,0%
Marge opérationnelle	14,2%		14,7%		15,6%	
Effectifs	64	0,0%	67	4,7%	70	3,7%
Charges de personnel	2,85	2,0%	3,05	6,8%	3,21	5,4%
CONSOLIDE						
CA	32,01	8,8%	35,16	9,8%	38,70	10,1%
ROC	5,02	12,2%	5,69	13,5%	6,32	11,0%
Marge opérationnelle	15,7%		16,2%		16,3%	
Effectifs	206	2,8%	214	4,1%	224	4,4%
Charges de personnel	9,29	4,8%	9,87	6,2%	10,50	6,4%

Source : Opale Finance

■ Une situation financière saine

Alors que la plupart des entreprises du secteur sont extrêmement capitalistiques, compte tenu de faibles marges nécessitant impérativement de réaliser des gains de productivité, le groupe Ober se situe dans une problématique différente en raison de 1/ Ober ne fabrique pas de panneaux de particules nécessitant de lourds investissements pour une très faible valeur ajoutée mais les achète 2/ Ses produits haut de gamme sur-mesure nécessitent l'intervention d'un savoir-faire humain.

Ainsi, avec une capacité d'autofinancement largement supérieure aux investissements réalisés, le groupe affiche un gearing négatif montrant une situation financière saine.

	2007	2008e	2009e	2010e
Capex en M€	1,32	0,50	0,50	0,50
CAF	3,41	3,60	4,12	4,62
CAF/Capex	2,59	7,21	8,25	9,24
BFR en jours de CA	38	48	53	54
ROE	22%	21%	21%	20%
ROCE	44%	43%	44%	46%
Gearing	-29%	-30%	-33%	-39%

Source : Ober, Opale Finance

La rentabilité des capitaux engagés se situent également à un excellent niveau. De même, la rentabilité des fonds propres est très largement supérieure à la rentabilité exigée par les actionnaires et déterminée selon le MEDAF.

■ Une valeur de rendement

Compte tenu de sa structure capitalistique le groupe assure à ses actionnaires le versement d'un dividende élevé ce qui lui confère le statut de valeur de rendement.

	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Dividendes	0,75	1,20	1,16	1,34	1,51
Pay Out	34,3%	38,9%	35,0%	35,0%	35,0%
Rendement	2,5%	4,0%	3,8%	4,4%	5,0%

Source : Ober, Opale Finance

UNE VALORISATION PRESENTANT UNE DECOTE

■ Valorisation par les DCF estimée à 28,7 €

La méthode des Discounted Cash Flow consiste à valoriser une société en fonction des cash flows futurs qu'elle est susceptible de générer.

Compte tenu d'un coût des fonds propres à 12,1% et de l'absence de dette nette (trésorerie nette excédentaire), nous avons estimé que le coût moyen pondéré du capital correspondait au coût des fonds propres.

En MEUR	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	Normatif
Résultat opérationnel courant	5	5,0	5,7	6,3	7,0	7,4	7,7	7,9	8,1
IS	(1,5)	(1,7)	(2,0)	(2,2)	(2,4)	(2,6)	(2,7)	(2,8)	(2,8)
Amortissements	0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Provisions	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Variation de BFR	0,2	(1,2)	(1,0)	(0,6)	(0,3)	(0,4)	(0,3)	(0,2)	(0,2)
Cession d'actifs	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Investissements	(1,3)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
Flux de trésorerie / cash flow		2,0	2,5	3,3	4,0	4,2	4,6	4,8	4,9

En MEUR	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Facteurs d'actualisation		0,89	0,80	0,71	0,63	0,56	0,50	0,45
Valeur présente des flux		2	2	2	3	2	2	2
Valeur terminale								22
Valeur présente totale		37,4						
Dette nette (M€)		-3,97						
Valeur des fonds propres (M€)		41,4						
Valeur par action (€)		28,7						

La période explicite retenue correspond à la période 2008-2014. Au-delà, de cette période, nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 2 %.

Selon cette méthode, le groupe peut être estimé à 41,4 M€ soit **28,7 euros par action**.

Tableau de sensibilité

G/CMPC	11,1%	11,6%	12,1%	12,6%	13,1%
1,0%	30,3	28,8	27,5	26,3	25,2
1,5%	31,0	29,5	28,1	26,8	25,6
2,0%	31,9	30,2	28,7	27,4	26,1
2,5%	32,8	31,0	29,4	28,0	26,7
3,0%	33,9	31,9	30,2	28,7	27,3

■ Valorisation par les Comparables boursiers ressortant à 28,6 € par action

En l'absence de sociétés suivies cotées véritablement comparables, nous avons constitué un panel cohérent de sociétés intervenant dans le domaine du panneau de bois et ayant des marges proches de celles du groupe Ober (Wood One, Pfleiderer AG, Safwood SpA, Rougier SA, Steico AG, Pfleiderer Grajewo SA).

comparables boursiers

	Per			EV/CA			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2007	2008e	2009e	2007	2008e	2009e	2007	2008e	2009e	2007	2008e	2009e
ratios moyens panel	16,4 x	14,3 x	11,0 x	0,8 x	0,6 x	0,5 x	7,6 x	6,1 x	4,7 x	18,2 x	14,1 x	12,6 x
	RN			CA			EBITDA			EBIT		
	2007	2008e	2009e	2007	2008e	2009e	2007	2008e	2009e	2007	2008e	2009e
Ober en Millions d'euros	3,1	3,3	3,8	29,4	32,0	35,2	4,9	5,3	6,0	4,5	5,0	5,7
EV. base ratios médians	50,5	47,4	41,9	22,1	19,7	18,1	36,7	32,4	27,9	81,2	70,6	72,0
Dettes nettes				-4,0	-4,7	-6,2	-4,0	-4,7	-6,2	-4,0	-4,7	-6,2
Valo. moyenne (en M€)	50,5	47,4	41,9	26,1	24,4	24,2	40,6	37,2	34,1	85,2	75,3	78,2
Valo médiane (en M€)	41,3											
Valo. par titre (en €)	28,6											

Source : estimations Opale Finance - Infinaancials

La valorisation sur la base de la médiane des ratios moyens de ce panel fait ressortir une valeur de 41,3M€ **soit 28,6 € par titre.**

Compte de résultat (M€)	2004	2005	2006 publié	2006 proforma	2007	2008e	2009e	2010e
Chiffre d'affaires	15,0	16,5	21,2	25,2	29,4	32,0	35,2	38,7
EBITDA	1,5	1,5	2,4	2,8	4,9	5,3	6,0	6,6
Résultat opérationnel courant	1,1	1,3	2,3	2,6	4,5	5,0	5,7	6,3
Résultat financier	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1
Résultat net des activités poursuivies	1,0	1,5	2,2	2,5	3,1	3,3	3,8	4,3
Résultat net part du groupe	1,0	1,5	2,2	2,5	3,1	3,3	3,8	4,3
Résultat net retraité	0,9	1,2	2,2	2,4	3,2	3,3	3,8	4,3

Financement								
Capitaux propres	3,00	4,55	11,51	11,51	13,84	15,95	18,60	21,57
Endettement net	0,47	-0,75	-2,17	-2,17	-3,97	-4,71	-6,18	-8,35
CAF	1,28	1,64	2,38	2,80	3,41	3,60	4,12	4,62
Investissements bruts	0,17	0,34	0,55	0,55	1,32	0,50	0,50	0,50
CAF / CAPEX	7,63	4,82	4,30	5,09	2,59	7,21	8,25	9,24
Variation de BFR	0,00	0,06	1,45	1,45	-0,18	1,17	1,00	0,62
Pay Out	1,17	0,48	0,34	0,30	0,39	0,35	0,35	0,35
Free cash Flow								

Rentabilité								
Marge opérationnelle courante	7,1%	7,8%	10,8%	10,2%	15,2%	15,7%	16,2%	16,3%
Marge nette	6,6%	8,9%	10,3%	9,8%	10,5%	10,3%	10,9%	11,1%
Couverture des frais financiers	-14,0%	-6,2%	-4,4%	-4,7%	-3,2%	-1,2%	0,5%	2,2%
Gearing	15,8%	-16,5%	-18,9%	-18,9%	-28,7%	-29,5%	-33,2%	-38,7%
ROE	33,0%	32,4%	19,0%	21,5%	22,2%	20,7%	20,5%	19,9%
ROCE	30,8%	34,2%	23,8%	26,7%	43,6%	43,2%	44,4%	46,4%

Données par action (en €)								
BPA corrigé	0,7	1,0	1,5	1,7	2,1	2,3	2,6	3,0
Dividende net par action	0,8	0,5	0,5	0,5	0,8	0,8	0,9	1,0
CAF par action	0,9	1,1	1,7	1,9	2,4	2,5	2,9	3,2
Actif net par action	2,1	3,2	8,0	8,0	9,6	11,1	12,9	15,0

Données boursières								
Cours au 31/03/2008	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0
PER	30,6x	20,6x	13,8x	12,2x	9,8x	9,2x	7,9x	7,0x
P / Cash Flow	23,7x	18,4x	12,7x	10,8x	8,9x	8,4x	7,3x	6,6x
P / AN	10,1x	6,7x	2,6x	2,6x	2,2x	1,9x	1,6x	1,4x
P / CA	202%	183%	143%	120%	103%	95%	86%	78%
VE / CA	205%	178%	132%	112%	89%	80%	69%	57%
VE / EBITDA	20,3x	19,9x	11,6x	9,9x	5,4x	4,8x	4,0x	3,3x
VE / ROC	28,7x	22,7x	12,3x	10,9x	5,9x	5,1x	4,2x	3,5x

CONTACTS

Valérie Dieppe
Sandrine Pernette

vdieppe@opalefinance.com
spernette@opalefinance.com

Téléphone : 04 78 53 03 55

AVERTISSEMENTS

<i>Rémunération de l'émetteur</i>	<i>Corporate Finance</i>	<i>Conseil</i>	<i>Détention d'actifs de l'émetteur</i>	<i>Communication préalable à l'émetteur</i>
Oui	Non	Non	Non	Oui

La société Opale Finance a conclu avec la société un contrat pour réaliser cette étude, laquelle a été relue par cette dernière. Néanmoins, cette étude a été réalisée par Opale Finance en toute indépendance selon l'éthique et les règles de la profession. Opale Finance s'est forgée sa propre opinion sur la base d'informations recueillies aux meilleures sources, sans que toutefois cette dernière ne garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité ni celle de ses dirigeants et collaborateurs ne puisse être engagée d'aucune manière à ce titre. Opale finance précise en outre que cette analyse a été réalisée sur pièce et qu'elle ne s'est pas rendue sur place pour visiter les différents sites de production. Cette étude reflète le jugement d'Opale Finance à la date mentionnée en première page, et peut faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification. Les valorisations sont données à titre indicatif et ne sauraient engager Opale Finance. Ces informations sont destinées à un public averti et ne constituent en aucun cas des conseils d'investissement. Aucune partie de l'étude ne peut être diffusée ou reproduite de quelque manière sans l'accord expresse d'Opale Finance. Ce document ne peut être diffusé au Royaume Uni qu'aux seules personnes autorisées. L'envoi ou la distribution de ce document sont interdites aux USA et à ses ressortissants. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour une perte de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu, ou encore liée d'une quelconque manière au Présent document. Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux articles 321-122 à 321-142 du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers.