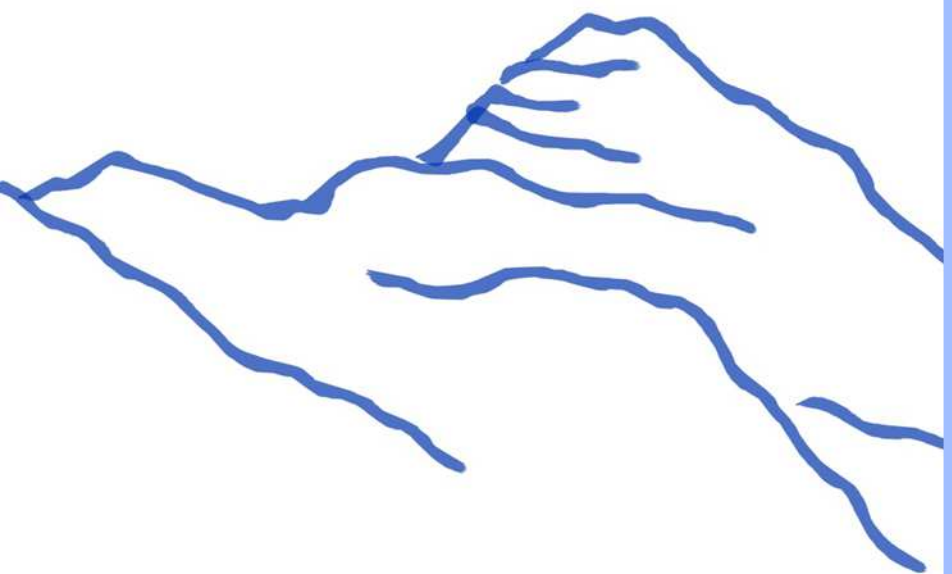


15^e Comité d'Orientation Stratégique

Revue sectorielle M.U.S.T.[®]

4 octobre 2011



L'Entreprise, première valeur de notre gestion

15^e Comité d'Orientation Stratégique

2^e Semestre 2011

ROCHE-BRUNE

Mardi 4 octobre 2011

Parc Hyatt Paris Vendôme

5 rue de la Paix

75002 Paris

Les membres du Comité d'Orientation Stratégique se réunissent périodiquement autour des gérants des fonds de la société ROCHE-BRUNE pour leur apporter à partir de leur compétence dominante, un éclairage sectoriel sur les perspectives des sociétés en Europe et aux Etats-Unis.

Ordre du jour

Résumé / Conclusion

I- Tableau de bord M.U.S.T.®

- /// Univers d'analyse
- /// Attractivité
- /// Earning Yield (RMV), Rendement exigé et Prime de risque

II- Repérage sectoriel (Europe vs. Etats-Unis)

- /// Univers d'analyse
- /// Intensité capitalistique
- /// ROCE
- /// Solvabilité
- /// Croissance agrégée

III- Tableau agrégé des flux de financement

- /// Univers d'analyse
- /// Données agrégées Europe vs. Etats-Unis
- /// Zoom sectoriel

IV- Intervention de Pascal BOUCHIAT (Directeur Général Adjoint de Rhodia)

- /// Rhodia : d'un retournement confirmé vers une valeur exemplaire
- /// Focus valeur : Rhodia (mars 2011)

V- Performance long terme des indices sectoriels

- /// Performances des sous-indices du DJ Stoxx 600 NR depuis 1992 (20 ans)
- /// Performances des sous-indices du DJ Stoxx 600 NR depuis 2006 (5 ans)
- /// RB Capital Actions

VI- Perspectives sectorielles / Questions

Résumé / Conclusion

/// Les prix actuels des actions européennes de qualité offrent une opportunité d'entrée sur le marché...

...à condition d'être très sélectif dans un marché dont l'Attractivité se dégrade globalement en 2012 et où le nombre de valeurs éligibles ne dépasse pas 150 entreprises.

La rémunération du risque est aujourd'hui très en faveur des actions européennes de qualité (voir p9). La prime de risque, à son plus haut historique, révèle deux inquiétudes :

- L'effondrement des capacités bénéficiaires des entreprises
- Une remontée violente des taux longs dits « sans risque »

Les points d'entrée comme celui que nous rencontrons aujourd'hui sont très peu nombreux : 4 en 20 ans (1995, 2003, 2009 et 2012) ! Et 2012 c'est demain...

Au plan fondamental, seule la qualité qui finance la croissance, rembourse les dettes et distribue des dividendes est à retenir. A ce titre, la performance économique passée des entreprises est un très bon indicateur de la performance future.

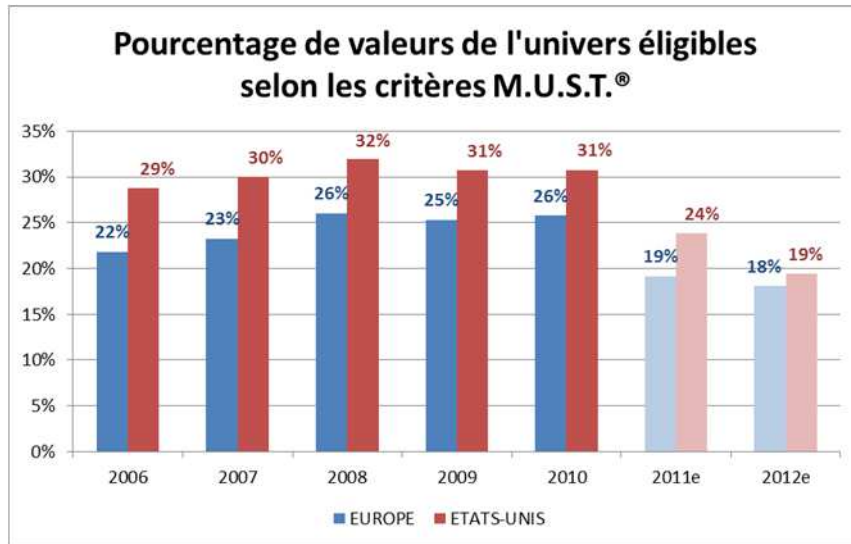
/// Idées reçues sur l'Attractivité

Surperformance des valeurs durablement attractives sur 10 ans



Eligibilité M.U.S.T.®

EUROPE							en nombre de valeurs	ETATS-UNIS						
2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e		2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
860	860	860	860	860	860	860	Univers	1 238	1 238	1 238	1 238	1 238	1 238	1 238
188	200	224	218	222	165	155	Eligibilité M.U.S.T.®	356	371	396	380	381	295	240
22%	23%	26%	25%	26%	19%	18%	en %age de l'univers	29%	30%	32%	31%	31%	24%	19%



Plus dure sera la sélection en 2012 !

EUROPE							Médiane	ETATS-UNIS						
2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e		2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
12,7	12,7	12,7	12,4	13,3	11,9	11,3	Attractivité	11,8	11,7	11,4	11,1	11,7	11,7	11,5

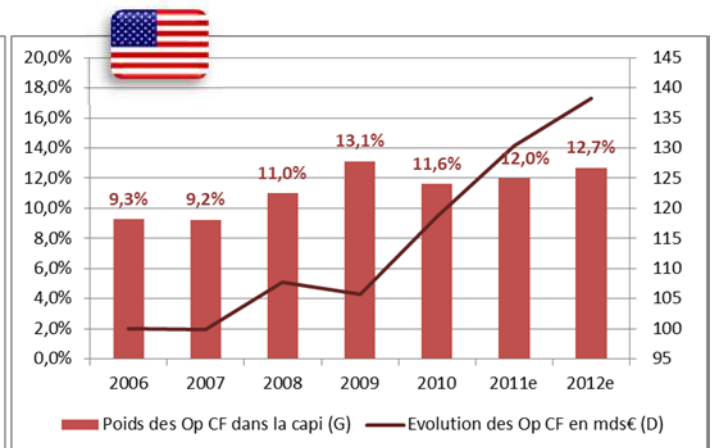
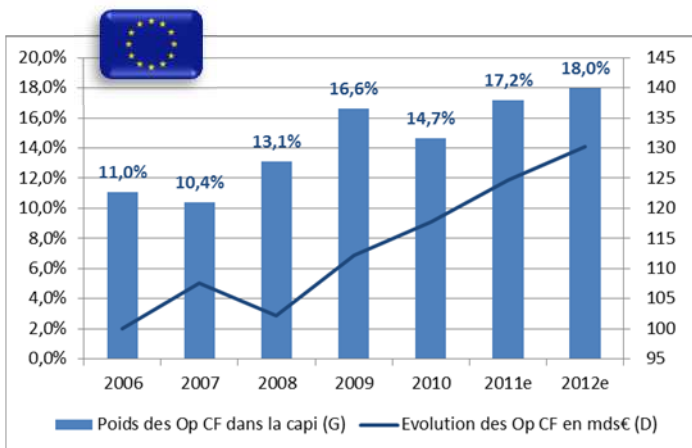
Source : Roche-Brune, M.U.S.T.® - Septembre 2011

L'Attractivité médiane de l'univers sera moins bonne en 2012 qu'en 2009. **La sélectivité doit être une discipline !**

Cash Flows et Capex

Les Cash Flows opérationnels affichent :

- Une croissance de 4.5% par an depuis 2006 (à fin 2011) en Europe et de 5.4% aux Etats-Unis
- Un poids de 17.2% de la capitalisation boursière en Europe à fin 2011 et 12.0% aux Etats-Unis

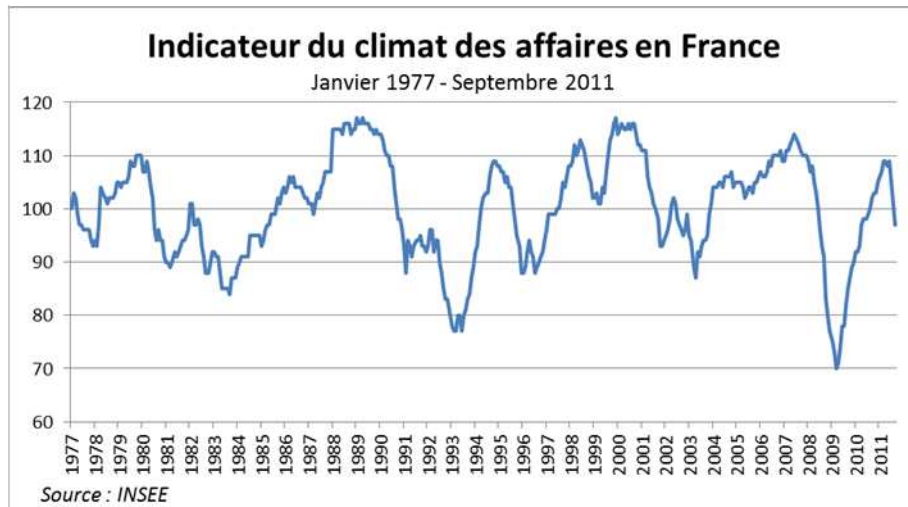


Capex

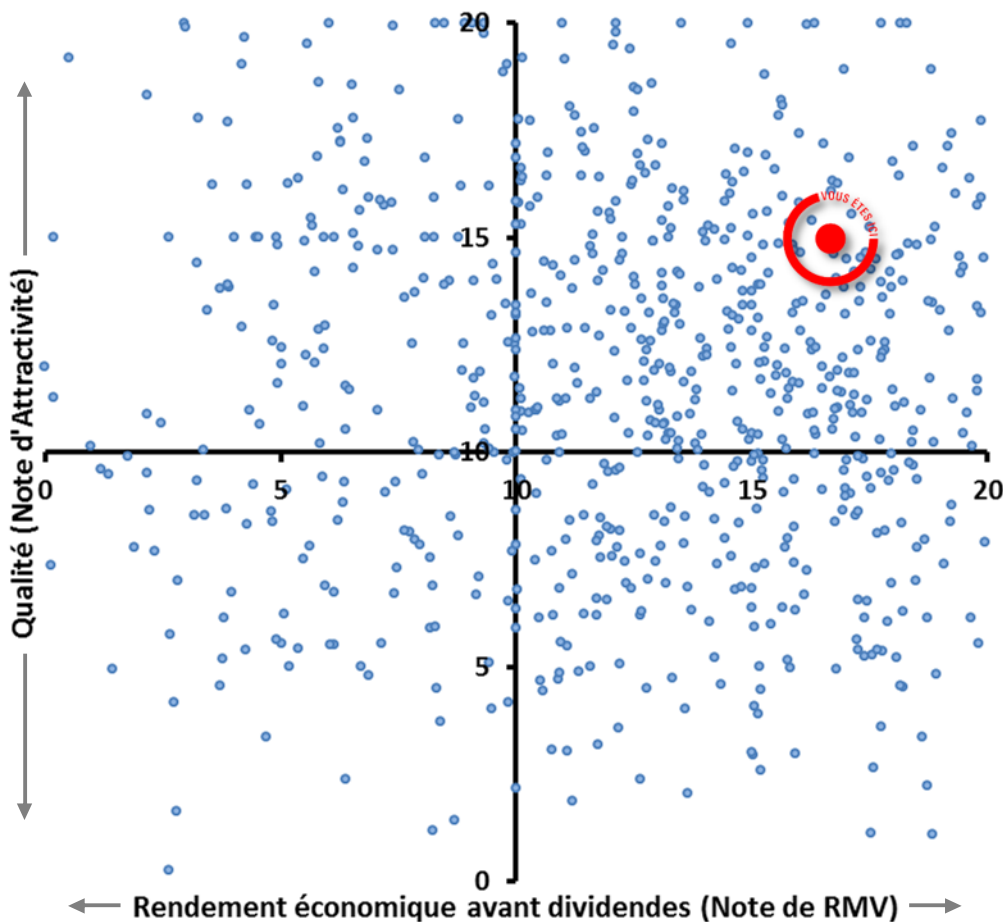
EUROPE 860 valeurs							Cumul en milliards d'euros	ETATS-UNIS 1 238 valeurs						
2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e		2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
377	386	441	390	398	432	454	Capex	363	365	424	321	370	411	445

Source : Roche-Brune, M.U.S.T.® - Septembre 2011

A ce jour, le volume des investissements prévus en 2012 est supérieur à celui de ces 5 dernières années. C'est là un levier essentiel de la reprise économique. Le principal risque restant une dégradation durable du climat des affaires en Europe et en France notamment.



Une idée pour 2012



RB Capital Actions
 Note d'Attractivité : 14.8/20
 Note de RMV : 16.6/20 (ou un rendement économique de 18.8%)

I – Tableau de bord M.U.S.T.[®]

2^e Semestre 2011

15^e Comité d'Orientation Stratégique



1- Univers d'analyse



Etude réalisée sur :

- 860 valeurs (non financières) de plus de 300 millions d'euros de capitalisation boursière issues de la base M.U.S.T.® EUROPE
- 1 238 valeurs (non financières) de plus de 300 millions d'euros de capitalisation boursière issues de la base M.U.S.T.® ETATS-UNIS

Pour une meilleure lecture, les données ont été converties en euros :



- Période 2006-2010 : dernier cours de l'année
- Période 2011-2012 : cours du 20/09/2011

Les données ont été mises à jour au 20 septembre 2011.

 EUROPE					 ETATS-UNIS				
Répartition par secteur	#Valeur	%	Market Cap en Mds €	%	Répartition par secteur	#Valeur	%	Market Cap en Mds €	%
Technologie	65	8%	182	4%	Technologie	191	15%	1 577	21%
Services aux collectivités	39	5%	373	8%	Services aux collectivités	72	6%	349	5%
Télécommunication	27	3%	340	7%	Télécommunication	20	2%	156	2%
Services aux conso.	151	18%	458	10%	Services aux conso.	205	17%	1 185	16%
Santé	63	7%	449	10%	Santé	143	12%	858	11%
Biens de consommation	120	14%	959	21%	Biens de consommation	142	11%	953	13%
Industrie	274	32%	757	16%	Industrie	272	22%	1 122	15%
Matériaux de base	69	8%	633	14%	Matériaux de base	73	6%	320	4%
Pétrole et gaz	52	6%	462	10%	Pétrole et gaz	120	10%	1 082	14%
Total	860		4 613		Total	1 238		7 602	

Source : Roche-Brune, M.U.S.T.® - Septembre 2011

2- Attractivité

 EUROPE							Médiane	 ETATS-UNIS						
2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e		2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
1,7	1,6	1,5	1,3	1,5	1,4	1,5	Intensité capitalistique	1,5	1,4	1,6	1,3	1,6	1,5	1,5
17,0%	17,3%	13,5%	10,5%	14,0%	15,0%	16,0%	ROCE	15,6%	14,5%	13,9%	10,1%	15,7%	17,1%	19,5%
1,1	1,1	1,5	1,9	1,3	1,2	0,9	Solvabilité	1,0	1,1	1,2	1,6	1,0	1,0	0,6
12,7%	11,8%	4,7%	-1,4%	6,2%	12,0%	7,5%	Croissance agrégée	15,1%	1,3%	5,8%	2,0%	5,7%	16,6%	10,7%
12,7	12,7	12,7	12,4	13,3	11,9	11,3	Attractivité	11,8	11,7	11,4	11,1	11,7	11,7	11,5

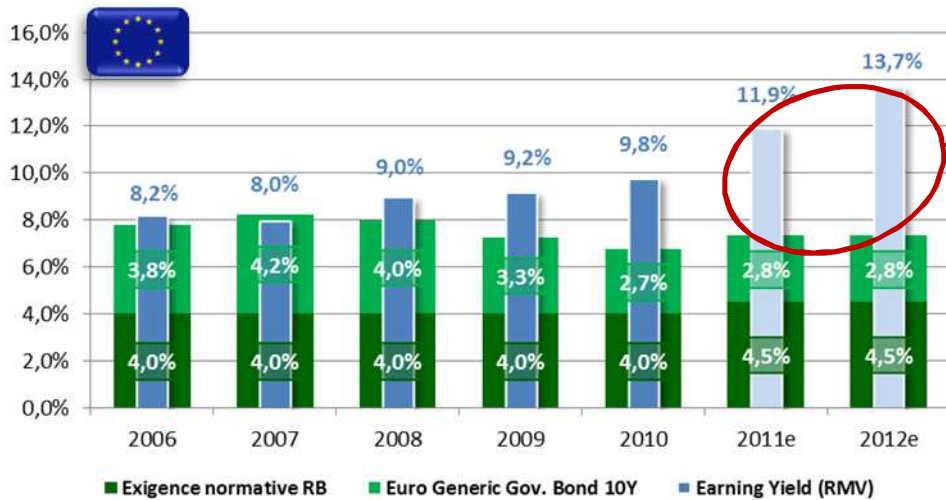
Source : Roche-Brune, M.U.S.T.® - Septembre 2011

L'Attractivité médiane de l'univers sera moins bonne en 2012 qu'en 2009. **La sélectivité doit être une discipline !**

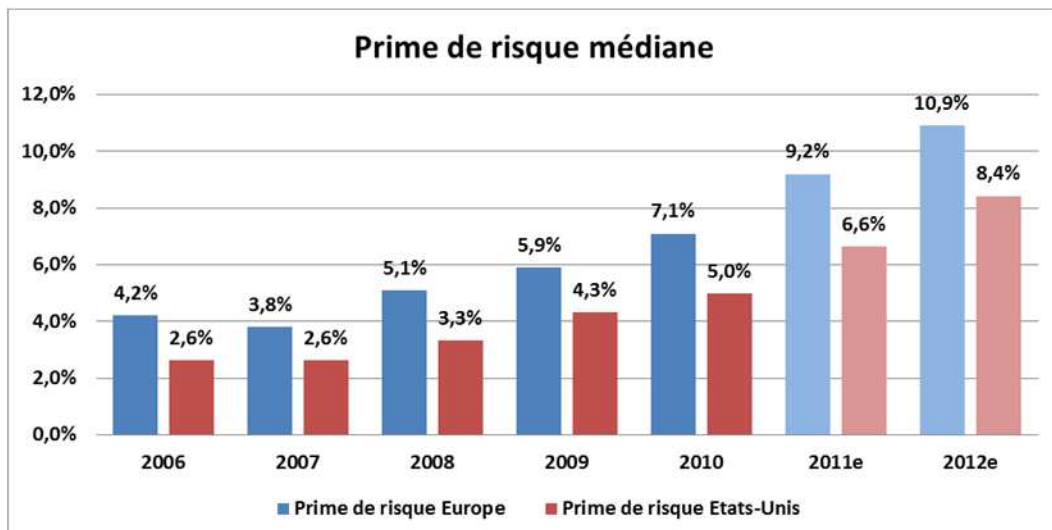
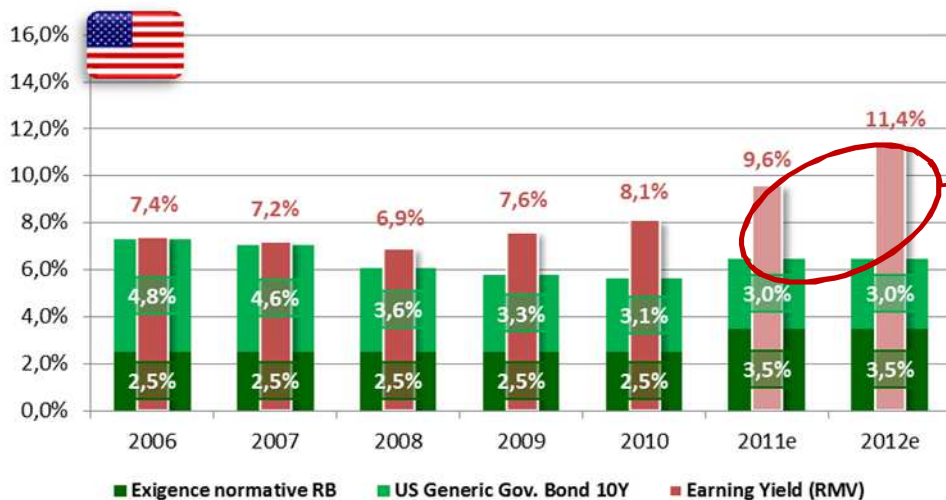
3- Earning Yield (RMV), Rendement exigé et Prime de risque

$$\text{Earning Yield (RMV)} = \frac{EBT}{\text{Capitalisation boursière}}$$

Rendement exigé = Taux des emprunts d'Etats 10 ans + Exigence normative RocheBrune



Sur rémunération historique du risque



II - Repérage sectoriel

15^e Comité d'Orientation Stratégique



1- Univers d'analyse

Etude réalisée sur :

- 860 valeurs (non financières) de plus de 300 millions d'euros de capitalisation boursière issues de la base M.U.S.T.® EUROPE
- 1 238 valeurs (non financières) de plus de 300 millions d'euros de capitalisation boursière issues de la base M.U.S.T.® ETATS-UNIS



Pour une meilleure lecture, les données ont été converties en euros :

- Période 2006-2010 : dernier cours de l'année
- Période 2011-2012 : cours du 20/09/2011

Les données ont été mises à jour au 20 septembre 2011.

2- Intensité capitalistique

$$\text{Intensité capitalistique} = \frac{\text{Chiffre d'affaires (n)}}{\text{Capitaux employés (n - 1)}}$$



 EUROPE							Médiane	 ETATS-UNIS						
2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e		2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
1,5	1,5	1,4	1,3	1,5	1,5	1,6	Biens de conso.	1,8	1,6	1,8	1,7	2,2	2,0	2,1
1,9	1,9	1,8	1,5	1,6	1,7	1,7	Industries	1,6	1,5	1,7	1,3	1,6	1,5	1,6
1,5	1,3	1,2	0,9	1,1	1,2	1,2	Matériaux de base	1,3	1,3	1,5	1,1	1,4	1,5	1,6
1,4	1,6	1,4	1,0	1,1	1,1	1,1	Pétrole et gaz	0,9	0,7	0,9	0,5	0,6	0,6	0,6
1,4	1,3	1,2	1,1	1,2	1,1	1,1	Santé	1,3	1,3	1,4	1,3	1,4	1,3	1,3
0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	Services aux collect.	0,5	0,5	0,6	0,4	0,5	0,4	0,4
1,9	1,9	1,5	1,5	1,7	1,6	1,7	Services aux conso.	2,3	2,1	2,3	1,9	2,4	2,3	2,4
2,6	2,5	2,2	1,9	2,1	2,1	2,1	Technologie	1,8	1,6	1,7	1,5	1,9	1,6	1,8
0,8	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	Télécommunication	0,6	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6
1,7	1,6	1,5	1,3	1,5	1,4	1,5	Univers	1,5	1,4	1,6	1,3	1,6	1,5	1,5

Source : Roche-Brune, M.U.S.T.® - Septembre 2011

Gain de productivité flagrant depuis 2009 pour : **les biens de consommation, les industries, les matériaux de base, les services aux consommateurs et la technologie.**

3- ROCE

$$ROCE = \frac{EBIT (n)}{\text{Capitaux employés } (n - 1)}$$

 EUROPE							<i>en médiane</i>	 ETATS-UNIS						
2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e		2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
15,9%	16,0%	12,0%	9,6%	14,7%	15,0%	16,7%	Biens de conso.	16,5%	14,8%	13,8%	12,5%	18,0%	19,2%	21,5%
17,3%	20,0%	14,8%	10,0%	13,0%	15,0%	16,9%	Industries	16,4%	16,3%	15,8%	10,2%	15,2%	16,8%	19,2%
18,8%	14,6%	12,7%	6,9%	14,0%	16,0%	16,0%	Matériaux de base	14,3%	13,4%	12,5%	7,6%	12,7%	15,2%	18,5%
22,5%	22,8%	17,8%	11,6%	11,1%	14,2%	14,6%	Pétrole et gaz	20,3%	15,7%	15,7%	5,1%	10,7%	10,5%	13,4%
19,1%	17,4%	12,2%	13,6%	16,0%	15,1%	17,1%	Santé	17,0%	16,1%	19,2%	17,8%	21,1%	21,3%	23,5%
10,3%	9,9%	9,7%	9,9%	9,0%	8,0%	8,2%	Services aux collect.	7,0%	7,2%	7,8%	6,8%	7,6%	6,7%	7,0%
17,3%	16,6%	13,1%	10,9%	14,1%	14,7%	17,0%	Services aux conso.	17,8%	15,3%	14,2%	12,9%	18,1%	19,1%	20,5%
22,6%	23,5%	18,8%	14,4%	20,1%	21,0%	26,0%	Technologie	18,9%	15,8%	14,2%	13,7%	24,7%	29,8%	34,4%
11,5%	12,7%	12,3%	12,2%	14,9%	13,9%	15,1%	Télécommunication	2,9%	6,7%	5,5%	8,4%	7,3%	7,5%	10,7%
17,0%	17,3%	13,5%	10,5%	14,0%	15,0%	16,0%	Univers	15,6%	14,5%	13,9%	10,1%	15,7%	17,1%	19,5%



Source : Roche-Brune, M.U.S.T.® - Septembre 2011

En 2011-2012, alors que l'Europe resterait à la peine, les Etats-Unis dépasseraient leur meilleur niveau de rentabilité 2006-2007.

Au plan sectoriel, le recul le plus marquant tant en Europe qu'aux Etats-Unis est celui du secteur **Pétrole et Gaz**.

4- Solvabilité

$$\text{Solvabilité} = \frac{\text{Dette nette } (n - 1)}{EBITDA (n)}$$



 EUROPE							<i>en médiane</i>	 ETATS-UNIS						
2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e		2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
1,3	1,4	1,6	2,3	1,5	1,2	0,9	Biens de conso.	1,4	1,5	1,4	1,9	1,2	1,4	1,0
1,1	1,0	1,3	1,9	1,4	1,2	0,9	Industries	1,1	1,1	1,1	1,7	0,9	0,9	0,5
1,0	1,1	1,2	1,9	1,3	1,0	0,8	Matériaux de base	1,7	1,7	1,8	2,2	1,8	1,3	0,8
0,8	0,7	0,9	1,5	1,0	1,1	1,1	Pétrole et gaz	1,3	1,5	1,5	3,7	2,4	2,1	1,7
0,6	0,5	1,5	1,5	0,9	1,0	0,6	Santé	0,4	0,6	0,5	0,5	0,3	0,3	-0,3
3,3	3,2	3,5	3,8	4,1	4,6	3,9	Services aux collect.	5,8	5,6	5,0	5,9	5,0	5,8	5,7
1,2	1,5	1,8	2,0	1,5	1,4	1,0	Services aux conso.	1,0	1,1	1,4	1,7	1,1	1,3	0,9
-0,2	-0,3	0,0	0,6	-0,1	-0,3	-0,5	Technologie	-1,5	-1,4	-1,0	-0,7	-0,9	-0,9	-1,2
1,3	1,6	2,0	2,2	1,8	1,6	1,3	Télécommunication	2,6	4,1	4,2	4,4	3,3	3,7	3,2
1,1	1,1	1,5	1,9	1,3	1,2	0,9	Univers	1,0	1,1	1,2	1,6	1,0	1,0	0,6

Source : Roche-Brune, M.U.S.T.® - Septembre 2011

La crise de 2008 a provoqué le sursaut de 2009 en termes de réallocation des cash flows disponibles : moins de dividende et plus de remboursement de dette. Seuls les **services aux collectivités** restent très en retard dans cette démarche.

5- Croissance agrégée

$$\text{Croissance agrégée} = 0.5 \times \left(\sqrt{\frac{\text{Chiffre d'affaires}(n)}{\text{Chiffre d'affaires}(n-2)}} - 1 \right) + 0.5 \times \left(\sqrt{\frac{\text{EBITDA}(n)}{\text{EBITDA}(n-2)}} - 1 \right)$$

 EUROPE							en médiane	 ETATS-UNIS						
2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e		2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
7,9%	8,0%	1,8%	-2,1%	9,0%	13,3%	8,0%	Biens de conso.	5,1%	-3,4%	1,1%	1,9%	7,1%	15,9%	9,7%
15,0%	15,6%	5,6%	-4,5%	3,0%	13,5%	8,0%	Industries	17,2%	2,8%	5,7%	-3,7%	0,9%	16,7%	12,0%
15,7%	13,9%	0,5%	-15,2%	9,6%	33,6%	10,0%	Matériaux de base	16,1%	-0,6%	3,1%	-5,5%	3,2%	26,2%	15,2%
29,7%	18,9%	15,0%	-1,2%	4,6%	15,1%	12,6%	Pétrole et gaz	41,8%	10,2%	19,5%	-3,3%	-7,0%	30,4%	20,6%
15,6%	12,2%	9,4%	8,2%	11,5%	9,5%	8,0%	Santé	16,7%	4,1%	11,0%	11,3%	11,2%	14,9%	10,9%
14,3%	10,5%	7,3%	3,0%	6,4%	7,0%	4,1%	Services aux collect.	9,9%	-4,7%	1,8%	0,7%	3,9%	7,3%	1,8%
6,7%	7,9%	1,9%	-1,5%	5,9%	8,5%	6,0%	Services aux conso.	12,3%	-0,7%	2,2%	3,9%	6,8%	10,6%	7,3%
14,6%	12,9%	9,6%	1,5%	7,6%	17,4%	11,2%	Technologie	12,4%	3,6%	7,7%	5,9%	17,8%	30,1%	15,7%
3,8%	2,0%	-0,5%	0,8%	5,3%	1,5%	0,6%	Télécommunication	19,7%	12,2%	5,6%	8,0%	14,3%	14,2%	6,5%
12,7%	11,8%	4,7%	-1,4%	6,2%	12,0%	7,5%	Univers	15,1%	1,3%	5,8%	2,0%	5,7%	16,6%	10,7%

Source : Roche-Brune, M.U.S.T.® - Septembre 2011

Tous secteurs confondus, l'inflexion à la baisse de la croissance pour 2012 est acquise. Les plus grands à-coups viendront des **Matériaux de base et de la Technologie**.

III – Tableau agrégé des flux de financement

15^e Comité d’Orientation Stratégique



1- Univers d'analyse

Etude réalisée sur :



- 860 valeurs (non financières) de plus de 300 millions d'euros de capitalisation boursière issues de la base M.U.S.T.® EUROPE
- 1 238 valeurs (non financières) de plus de 300 millions d'euros de capitalisation boursière issues de la base M.U.S.T.® ETATS-UNIS

Pour une meilleure lecture, les données ont été converties en euros :

- Période 2006-2010 : dernier cours de l'année
- Période 2011-2012 : cours du 20/09/2011

Les données ont été mises à jour au 20 septembre 2011.

2- Données agrégées de l'univers Europe et de l'univers Etats-Unis

 EUROPE 860 valeurs							Cumul en milliards d'euros	 ETATS-UNIS 1 238 valeurs						
2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e		2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
5 084	5 328	5 666	5 173	5 837	6 208	6 495	Net sales	5 974	5 760	6 597	5 751	6 696	7 308	7 712
636	684	650	713	748	793	828	Operating cash flow	698	697	752	739	828	910	966
32	-31	-24	-67	-68	10	-4	Change in work. capit.	284	8	4	-76	38	-5	16
377	386	441	390	398	432	454	Capex	363	365	424	321	370	411	445
162	174	152	153	163	131	140	Net dividend	121	110	128	114	140	147	159
1 585	1 796	2 171	2 110	2 041	1 846	1 614	Net debt	1 986	2 038	2 238	2 052	2 254	1 913	1 569
5 759	6 575	4 967	4 299	5 106	4 613	4 613	Market cap	7 544	7 543	6 830	5 629	7 127	7 602	7 602
8,2%	8,0%	9,0%	9,2%	9,8%	11,9%	13,7%	Earning Yield (RMV)	7,4%	7,2%	6,9%	7,6%	8,1%	9,6%	11,4%
2,8%	2,6%	3,1%	3,6%	3,2%	2,8%	3,0%	Dividend Yield	1,6%	1,5%	1,9%	2,0%	2,0%	1,9%	2,1%

Source : Roche-Brune, M.U.S.T.® - Septembre 2011

L'Europe des 860 valeurs aujourd'hui c'est : 4 600 milliards d'euros de capitalisation boursière, 800 milliards d'euros de cash flows opérationnels pour financer 450 milliards d'euros de Capex.

Les Etats-Unis des 1 238 valeurs d'aujourd'hui c'est : 7 600 milliards d'euros de capitalisation boursière, 900 milliards d'euros de cash flows opérationnels pour financer 400 milliards d'euros de Capex.

A la lecture de ces chiffres, l'Europe reste plus attirante :

- des valeurs attractives à des prix « cassés » (Operating Cash Flow / (Market Cap. + Dette))
- plus d'efforts en termes d'investissements
- un rendement du dividende plus favorable

Plus précisément, sur le plan sectoriel, les bons élèves en termes de ratio Operating Cash Flow / (Market Cap. + Dette) sont : **Matériaux de base, Pétrole et Gaz, Service aux consommateurs, Technologie et Télécommunication.**

3- Zoom sectoriel

Biens de consommation

EUROPE 120 valeurs							Cumul en milliards d'euros	ETATS-UNIS 142 valeurs						
2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e		2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
1 004	1 019	1 002	950	1 085	1 137	1 208	Net sales	808	747	771	708	800	863	914
117	118	83	132	131	138	148	Operating cash flow	72	74	65	86	71	77	82
12	-34	33	-31	-37	1	-4	Change in work. capit.	-1	-3	-21	-18	7	1	6
89	55	66	47	51	55	59	Capex	27	24	26	22	25	27	29
24	23	19	18	24	23	25	Net dividend	21	21	20	20	23	19	21
323	300	474	417	380	325	259	Net debt	288	275	273	244	275	233	189
1 027	1 176	870	778	949	959	959	Market cap	951	906	780	731	881	953	953
8,6%	8,0%	7,8%	9,1%	9,9%	11,4%	13,0%	Earning Yield (RMV)	8,0%	7,5%	6,8%	9,1%	8,9%	9,4%	11,2%
2,3%	2,0%	2,2%	2,3%	2,5%	2,4%	2,6%	Dividend Yield	2,3%	2,3%	2,6%	2,8%	2,6%	2,0%	2,2%

Source : Roche-Brune, M.U.S.T.® - Septembre 2011

Industrie

EUROPE 274 valeurs							Cumul en milliards d'euros	ETATS-UNIS 272 valeurs						
2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e		2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
1 114	1 200	1 236	1 142	1 241	1 299	1 362	Net sales	1 042	1 014	1 129	985	1 124	1 203	1 296
95	119	106	121	117	121	128	Operating cash flow	107	123	129	113	121	128	137
15	-1	-20	-29	-7	3	-1	Change in work. capit.	285	-2	12	-40	24	0	14
69	75	78	64	56	58	61	Capex	53	51	53	36	43	46	50
23	27	21	18	24	19	21	Net dividend	22	21	25	16	22	25	29
306	363	400	365	366	327	280	Net debt	599	607	661	576	611	555	505
1 170	1 407	949	789	837	757	757	Market cap	1 279	1 301	1 144	820	1 120	1 122	1 122
9,0%	8,7%	10,3%	9,8%	9,7%	12,5%	14,8%	Earning Yield (RMV)	8,1%	8,0%	7,9%	7,2%	8,3%	10,5%	12,6%
2,0%	1,9%	2,2%	2,3%	2,9%	2,5%	2,7%	Dividend Yield	1,7%	1,6%	2,2%	2,0%	2,0%	2,2%	2,6%

Source : Roche-Brune, M.U.S.T.® - Septembre 2011

Matériaux de base

EUROPE 69 valeurs							Cumul en milliards d'euros	ETATS-UNIS 73 valeurs						
2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e		2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
473	525	571	452	571	639	677	Net sales	270	265	310	231	297	335	360
72	78	81	76	90	99	104	Operating cash flow	29	31	30	31	33	39	42
14	4	-5	-5	5	8	6	Change in work. capit.	1	0	0	-4	4	3	3
34	38	50	41	43	50	53	Capex	15	16	19	13	14	17	18
16	17	14	13	15	20	22	Net dividend	8	8	7	5	6	8	9
136	169	195	163	145	110	70	Net debt	72	85	97	98	97	78	56
528	690	621	518	711	633	633	Market cap	272	309	295	202	307	320	320
11,1%	8,8%	8,4%	5,4%	10,5%	14,2%	17,3%	Earning Yield (RMV)	8,9%	8,1%	7,5%	7,4%	8,5%	12,6%	15,7%
3,0%	2,4%	2,2%	2,5%	2,1%	3,2%	3,4%	Dividend Yield	2,9%	2,5%	2,4%	2,6%	1,9%	2,5%	2,9%

Source : Roche-Brune, M.U.S.T.® - Septembre 2011

Pétrole et gaz

EUROPE 52 valeurs							Cumul en milliards d'euros	ETATS-UNIS 120 valeurs						
2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e		2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
674	703	854	623	775	910	930	Net sales	967	936	1 219	807	1 059	1 290	1 323
86	88	109	77	84	99	103	Operating cash flow	136	134	161	99	150	182	196
-1	6	-17	12	-4	4	0	Change in work. capit.	7	-4	6	4	2	2	3
45	61	74	75	79	96	101	Capex	90	95	135	95	119	144	160
21	24	25	24	15	15	16	Net dividend	16	13	20	20	22	33	34
115	141	143	173	190	197	200	Net debt	207	218	250	267	320	319	331
652	672	558	481	506	462	462	Market cap	958	1 032	1 068	771	963	1 082	1 082
8,0%	8,5%	8,0%	9,8%	9,7%	11,7%	14,9%	Earning Yield (RMV)	9,8%	8,8%	9,7%	4,8%	6,7%	7,6%	11,3%
3,2%	3,5%	4,4%	5,0%	3,1%	3,3%	3,4%	Dividend Yield	1,7%	1,3%	1,8%	2,6%	2,3%	3,0%	3,2%

Source : Roche-Brune, M.U.S.T.® - Septembre 2011

Santé

EUROPE 63 valeurs							Cumul en milliards d'euros	ETATS-UNIS 143 valeurs						
2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e		2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
176	179	183	199	223	230	240	Net sales	337	341	398	413	497	514	534
33	37	39	47	51	53	54	Operating cash flow	59	57	69	73	77	77	73
3	-1	2	-4	-3	1	2	Change in work. capit.	-1	6	-3	7	5	0	-2
11	13	14	12	13	13	14	Capex	17	16	16	13	14	15	16
12	13	10	14	18	14	14	Net dividend	14	16	16	14	16	15	16
43	58	67	58	76	55	32	Net debt	49	74	78	97	109	50	-12
534	510	388	373	447	449	449	Market cap	883	846	811	706	834	858	858
5,5%	4,4%	5,4%	7,9%	7,5%	8,3%	9,9%	Earning Yield (RMV)	3,7%	4,8%	5,2%	6,5%	6,5%	8,3%	9,7%
2,2%	2,5%	2,5%	3,7%	4,0%	3,2%	3,1%	Dividend Yield	1,6%	1,9%	2,0%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%

Source : Roche-Brune, M.U.S.T.® - Septembre 2011

Services aux collectivités

EUROPE 39 valeurs							Cumul en milliards d'euros	ETATS-UNIS 72 valeurs						
2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e		2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
381	403	523	529	586	595	623	Net sales	305	286	322	268	297	300	309
62	70	66	90	94	96	100	Operating cash flow	47	38	42	59	59	59	61
5	7	-17	-5	-10	-1	-1	Change in work. capit.	1	1	4	-2	3	0	0
38	51	69	69	67	68	72	Capex	41	42	53	49	52	52	53
21	21	23	27	21	11	12	Net dividend	11	9	11	11	13	9	9
271	352	432	502	466	466	464	Net debt	385	356	386	388	444	454	465
507	654	570	451	551	373	373	Market cap	325	352	334	259	312	349	349
8,2%	8,0%	8,4%	10,7%	12,1%	12,0%	14,0%	Earning Yield (RMV)	9,2%	9,2%	9,6%	10,7%	10,6%	9,6%	10,0%
4,2%	3,2%	4,1%	5,9%	3,7%	2,9%	3,2%	Dividend Yield	3,3%	2,6%	3,2%	4,1%	4,2%	2,5%	2,6%

Source : Roche-Brune, M.U.S.T.® - Septembre 2011

Services aux consommateurs

EUROPE 151 valeurs							Cumul en milliards d'euros	ETATS-UNIS 205 valeurs						
2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e		2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
797	809	812	802	863	898	946	Net sales	1 558	1 491	1 698	1 623	1 757	1 858	1 964
67	71	68	70	76	80	84	Operating cash flow	118	110	115	125	131	142	152
-11	-9	-3	-7	-4	-6	-5	Change in work. capit.	-3	2	6	-11	-4	-6	-3
38	42	41	34	36	38	40	Capex	69	69	68	49	51	54	58
18	21	16	15	18	13	14	Net dividend	15	13	15	14	19	18	19
148	168	185	170	157	133	108	Net debt	336	358	400	315	346	285	222
608	659	433	404	523	458	458	Market cap	1 296	1 209	1 016	849	1 095	1 185	1 185
8,1%	8,0%	9,0%	9,4%	9,8%	12,8%	14,2%	Earning Yield (RMV)	7,4%	6,9%	7,0%	9,4%	9,3%	10,6%	12,4%
3,0%	3,1%	3,7%	3,8%	3,5%	2,8%	3,0%	Dividend Yield	1,2%	1,0%	1,4%	1,6%	1,7%	1,5%	1,6%

Source : Roche-Brune, M.U.S.T.® - Septembre 2011

Technologie

EUROPE 65 valeurs							Cumul en milliards d'euros	ETATS-UNIS 191 valeurs						
2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e		2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
157	179	177	163	178	188	197	Net sales	565	563	627	590	722	793	853
17	20	16	17	21	22	23	Operating cash flow	97	101	111	120	147	166	181
4	-1	0	-4	-3	0	0	Change in work. capit.	-2	4	0	-12	1	-5	-4
7	7	6	5	7	7	7	Capex	29	32	33	23	33	36	39
5	5	4	4	5	3	4	Net dividend	9	9	11	12	14	18	19
-13	-11	6	-4	-8	-16	-26	Net debt	-52	-28	-12	-56	-79	-186	-303
280	306	204	164	196	182	182	Market cap	1 402	1 404	1 250	1 185	1 479	1 577	1 577
6,0%	5,8%	7,5%	7,0%	7,2%	10,8%	12,0%	Earning Yield (RMV)	4,7%	4,6%	4,2%	4,8%	6,1%	8,0%	9,7%
1,7%	1,6%	1,9%	2,3%	2,4%	1,6%	2,0%	Dividend Yield	0,6%	0,6%	0,9%	1,0%	0,9%	1,1%	1,2%

Source : Roche-Brune, M.U.S.T.® - Septembre 2011

Télécommunication

EUROPE 27 valeurs							Cumul en milliards d'euros	ETATS-UNIS 20 valeurs						
2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e		2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
310	311	307	312	316	313	310	Net sales	305	286	322	268	297	300	309
87	83	83	83	84	84	84	Operating cash flow	47	38	42	59	59	59	61
-10	-2	2	6	-5	1	0	Change in work. capit.	1	1	4	-2	3	0	0
46	44	43	42	48	47	47	Capex	41	42	53	49	52	52	53
23	23	20	20	24	14	14	Net dividend	11	9	11	11	13	9	9
255	256	270	266	270	249	227	Net debt	385	356	386	388	444	454	465
453	502	374	340	386	340	340	Market cap	325	352	334	259	312	349	349
8,7%	8,9%	9,4%	11,5%	11,4%	12,7%	13,3%	Earning Yield (RMV)	1,7%	2,0%	1,9%	5,7%	4,0%	3,9%	6,3%
5,2%	4,6%	5,3%	6,0%	6,1%	4,0%	4,2%	Dividend Yield	3,3%	2,6%	3,2%	4,1%	4,2%	2,5%	2,6%

Source : Roche-Brune, M.U.S.T.® - Septembre 2011

IV – Intervention de Pascal BOUCHIAT

Directeur Général Adjoint de Rhodia

15^e Comité d'Orientation Stratégique



Chemistry is our world, Responsibility is our way

Focus Valeur du 10/03/2011

Origine de la mise à jour : Roadshow émetteur

Points Forts :

- 47% du CA réalisé dans les pays en développement (en forte croissance)
- "Pricing Power" très favorable

Enjeux :

- L'objectif prioritaire de Rhodia est la croissance rentable (externe, organique, innovation) via un modèle de management décentralisé
- Conservation de son "pricing power"

Direction

Nom	Fonction
Jean-Pierre CLAMADIEU	CEO
Pascal BOUCHIAT	CFO
Gilles AUFFRET	COO

Actionariat

Actionnariat	en %
JP Morgan AM	7,39%
Employés	6,50%
Flottant	86,11%

Groupe Homogène d'activité

Société	Cap. Boursière en M euros
Lanxess	4 393
Clariant	2 639
Arkema	3 178

Données Clés

En M Euros:	2008	2009	2010	2011	2012
CA	4 763	4 031	5 226	5 599	5 897
EBIT	308	160	602	633	664

M.U.S.T.® : Attractivité et Return on Market Value

	2008	2009	2010	2011	2012
Intensité cap.	1,79	1,64	2,37	2,16	2,19
ROCE	11,6%	6,5%	27,3%	24,4%	24,6%
Solvabilité	2,34	2,84	2,72	2,79	2,52
Croissance	16,6%	22,1%	9,0%	28,2%	4,8%
Attractivité	11,7	11,4	17,7	18,0	15,8

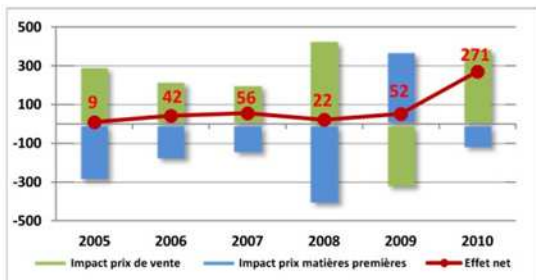
Etat 2011 : Liquide
Profil 2011 : Inversion

	2008	2009	2010	2011	2012
RMV	10,8%	-4,2%	16,1%	21,0%	22,5%

Facteurs ESG

Note Globale	A+
Note économique	C+
Note environnementale	A+
Note sociale	A+
Note gouvernance	A+

Impact du "Pricing Power" de Rhodia sur l'EBITDA



Source : Rhodia

Notre Avis

En conclusion, **Rhodia** après une année de rigueur en 2009 affiche de fortes ambitions de croissance via son plan de développement 2013-2015. Tous les indicateurs sont au vert et la prime de risque affichée est significative.

Pondération : RBCA (2.52%), RBCE : (2.83%)

Avis favorable

La société

Rhodia est une société française, issue du découpage en 1998 de Rhône-Poulenc. Elle figure parmi les principaux fabricants mondiaux de produits chimiques de spécialités.

A compter du 1er janvier 2011, la société est réorganisée en 5 unités : **Polyamide Materials** (32,5% du CA 2010), **Consumer Chemicals** (36,0% du CA), **Acetow & Eco Services** (15,1% du CA), **Advanced Materials** (10,3% du CA) et **Energy Services** (3,9% du CA).

Le groupe affiche un **rayonnement international** puisque le chiffre d'affaires 2010 a été réalisé à 34% en **Europe**, 29% en **Asie et RoW**, 20% en **Amérique du Nord** et 17% en **Amérique Latine**.

Sur beaucoup de ses activités, Rhodia fait partie du top 3 mondial : n°2 mondial des solvants oxygénés et des fibres techniques, n°1 des silices hautes performances, n°3 sur les acétate de cellulose, n°1 sur la technologie de régénération de l'acide sulfurique ...

Les produits fabriqués par Rhodia sont principalement utilisés pour les biens de consommations (40% du CA 2010), l'industrie automobile (20% du CA) et l'industrie (15% du CA). Le reste est partagé entre les secteurs de l'énergie, de l'électricité, de la construction et en agrochimie.

Le marché de la chimie de spécialité est très éclaté et réparti entre de nombreux acteurs.

Dans le dossier Rhodia, les **provisions** représentent un montant significatif (1,8 milliard d'euros en 2011). Il s'agit pour la plus grande part de provisions de retraites (1,5Md€) issues de la séparation de Rhône-Poulenc. Rhodia a émis des réclamations auprès de Sanofi-Aventis (Aventis faisait également partie de RP) sur cette provision qui lui coûte 110m€ par an pour les rentes des anciens salariés.

Sur la base de nos retraitements, nous avons décidé d'affecter 75% de cette provision aux engagements et 25% aux réserves. Par conséquent, à partir de 2011, les **fonds propres** de Rhodia apparaissent positifs et ce vaut prise en compte d'un éventuel risque de recapitalisation estimé à 400 millions d'euros.

Validation Prospective

A l'issue de notre analyse, nous avons retenu les éléments prospectifs suivants :

Productivité (intensité capitalistique) : Moyen. En 2009, Rhodia a fortement travaillé à réduire son BFR. L'objectif est désormais de maintenir un BFR modéré.

Rentabilité : Moyen. Rhodia est revenue depuis 2010 à de très bon niveaux de rentabilité. Par ailleurs la hausse des prix des matières premières ne pose pas de problèmes particuliers à la société qui dispose d'un très bon "pricing power" et parvient à répercuter cette hausse dans ses prix de vente (impact positif de 271m€ sur l'EBITDA 2010).

Solvabilité : Moyen. En 2010 la dette s'est accrue suite à l'acquisition de Feixiang en Chine. Par ailleurs nous avons intégré 75% des provisions à la dette. Mais le ratio Dette Nette (hors provisions)/EBITDA se situe autour de 1,25 depuis 2010 principalement du fait de la hausse de l'EBITDA. Rhodia s'est fixé un objectif LT de Dette Nette/EBITDA < 1,5.

Activité : Fort. Sur les terres rares (division Advanced Materials) Rhodia a conclu un partenariat en Australie qui lui permet une diversification de ses sources d'approvisionnement (auparavant exclusivement chinoises). Par ailleurs avec 47% de son CA réalisé dans les pays en développement, Rhodia bénéficie d'un bon support de croissance notamment en Chine et au Brésil.

Par ailleurs Rhodia a déjà pris en compte dans son plan de développement 2013-2015 la probable disparition des crédits carbones (CER) qui représentent une partie significative des résultats de la division Energy Services.

Marché : Fort. Le rendement économique de Rhodia à 21,0% en 2011 se situe à un niveau historiquement très élevé. Avec une exigence de rendement normative de 11,0% (Taux sans risque = 3,3% + Exigence de prime de 4%*bêta = 1,55/Risque de recapitalisation = 0,8 nous anticipons un upside potentiel de plus de 50%.

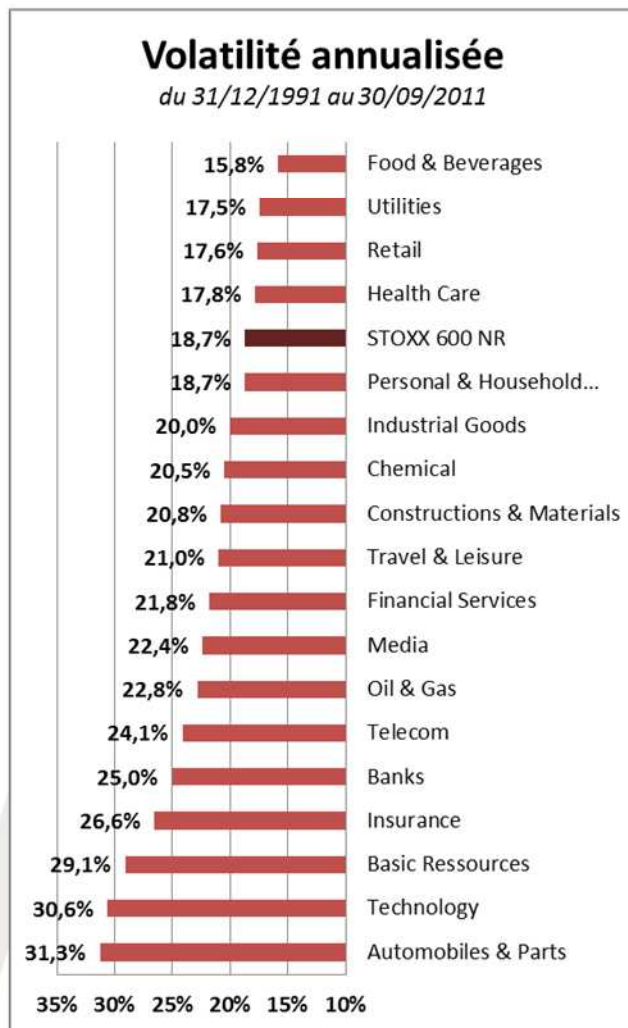
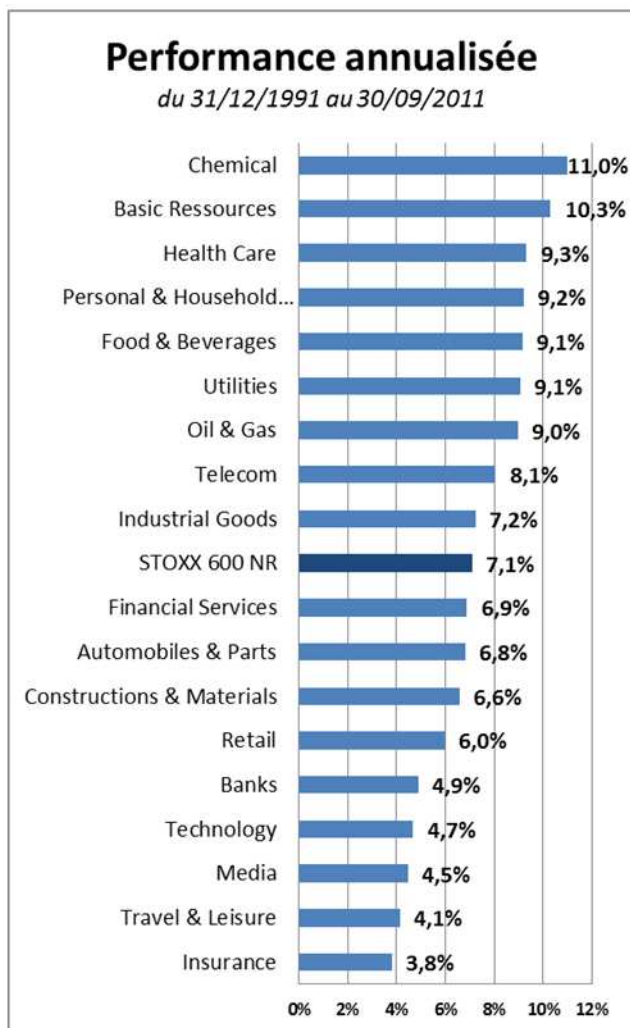
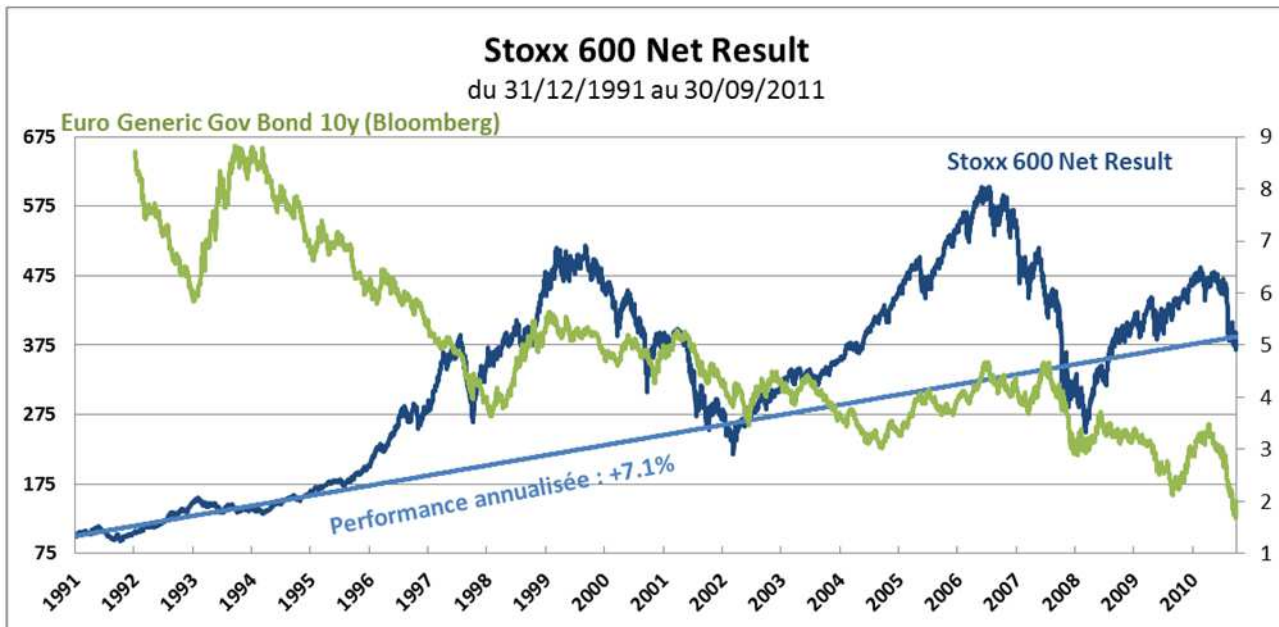


V – Performance long terme des indices sectoriels

15^e Comité d’Orientation Stratégique

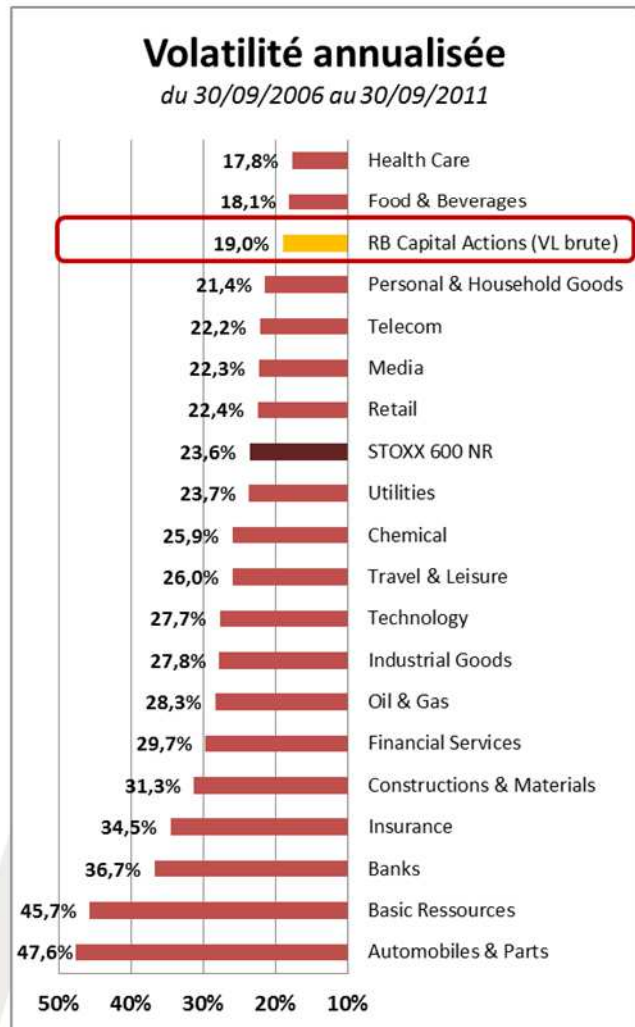
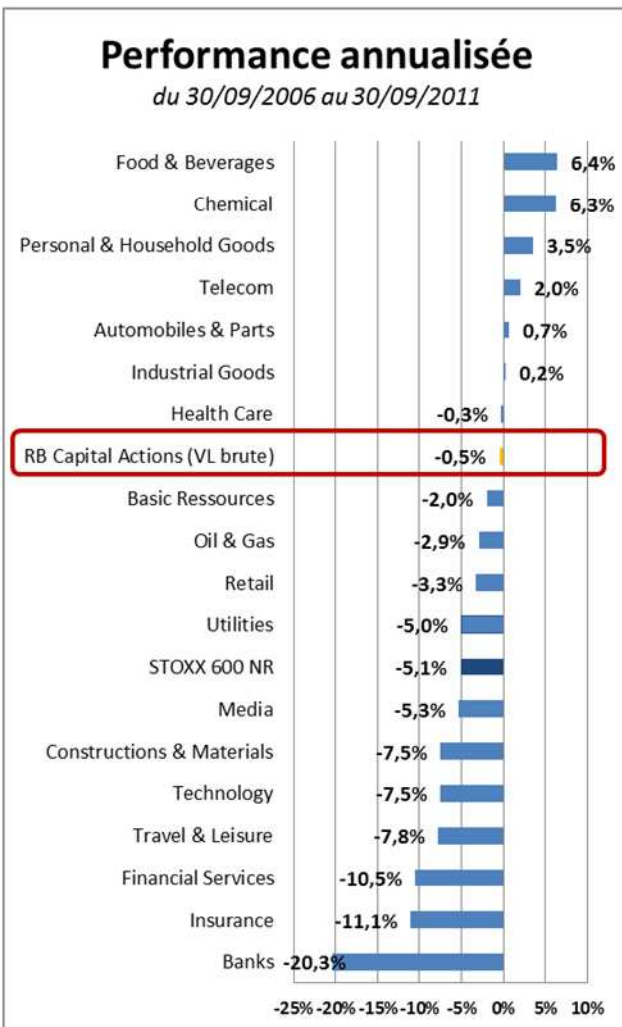
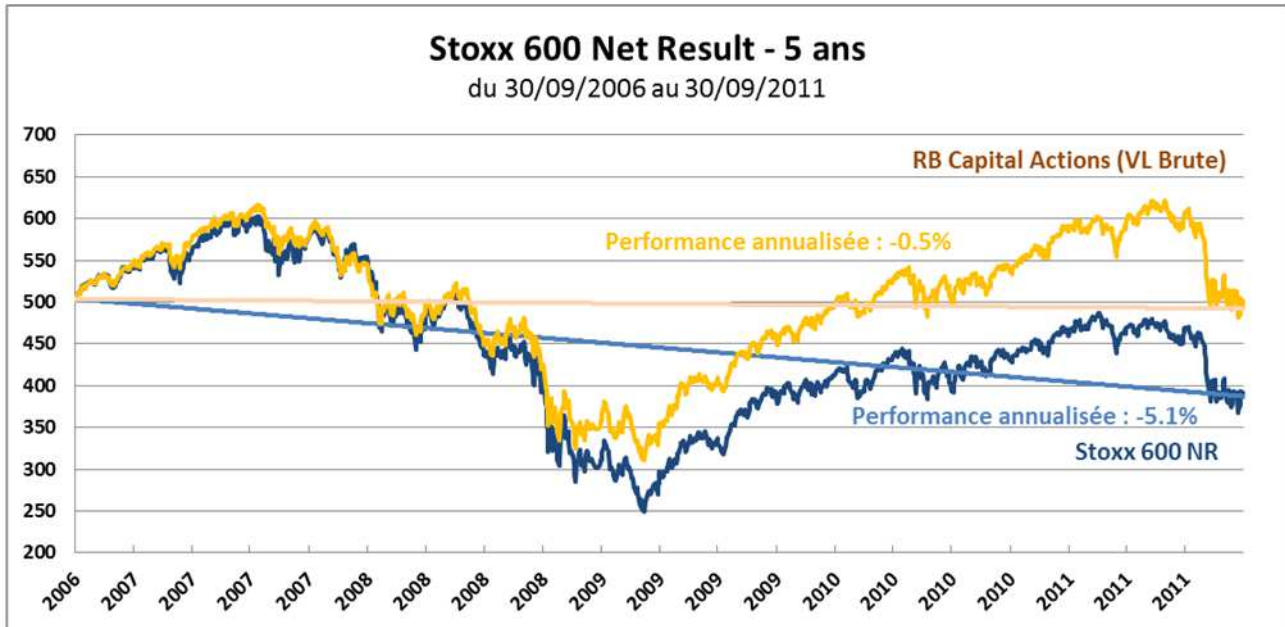
1. Performance des indices sectoriels sur près de 20 ans

Performances et volatilités annualisées calculées entre le 31 décembre 1991 et le 30 septembre 2011 sur la base des sous-indices sectoriels du DJ Stoxx 600 dividendes réinvestis.



2. Performance des indices sectoriels sur 5 ans

RB Capital Actions a su préserver le capital malgré 2 crises boursières sévères : automne 2008 et été 2011, pour une volatilité sensiblement inférieure à celle du marché.





RB CAPITAL ACTIONS

Un Fonds d'actions de la Communauté Européenne, tous styles de valeurs, larges capitalisations.

Performances à fin septembre 2011

PERFORMANCE CUMULEE - part C			
	Fonds	Indice	Ecart
1 an	-11,05%	-12,91%	1,86%
3 ans	8,19%	-11,67%	19,86%
5 ans	-13,20%	-33,76%	20,55%

Source : Performance interne (nette de frais)

Notations Externes			
Morningstar	Europerformance Edhec	CityWire	Quantalys
Note Globale ★★★★★	Style Rating : +++++h EUROPERFORMANCE-EDHEC au 09/09/2011	Bruno FINE AA	Quantalys ★★★★★
Note 3 ans ★★★★★		Grégoire LAVERNE AA	
Note 5 ans ★★★★★		Catégorie Equity Europe	

Retrouvez notre fonds RB Capital Actions sur les plateformes suivantes : Axeltis, Cardif, Finaveo, Fund Channel, MFEX, Sicav Online et Swiss Life.



Fund Channel



sicavonline
avenir finance



La présente publication vous est communiquée à titre purement indicatif et ne constitue 1) ni une proposition, ni une offre d'achat ou tout autre transaction portant sur les instruments financiers qui y sont visés et 2) ni un conseil en placement. Il convient de prendre toute décision d'investissement dans les instruments financiers visés dans le présent document après avoir pris connaissance de la version la plus récente du prospectus (disponible gratuitement auprès de la société Roche-Brune AM et sur le site internet www.roche-brune.com). Les futurs investisseurs sont tenus d'entreprendre les démarches nécessaires afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation de leur investissement, en fonction des considérations légales, fiscales et comptables qui leur sont applicables. Les opinions contenues dans le présent document peuvent être modifiées sans avis préalable. Les investisseurs sont tenus de veiller à disposer de la dernière version disponible du présent document.

Les performances et réalisations du passé ne constituent en rien une garantie pour des performances actuelles ou à venir. Les données de performance ne prennent pas en compte les commissions ou frais contractés à l'émission ou au rachat des parts.

Si vous souhaitez obtenir des informations complémentaires, contactez Roche-Brune AM à l'adresse suivante : info@roche-brune.com






VI – Perspectives sectorielles / Questions

15^e Comité d’Orientation Stratégique





Les partenaires qui nous font confiance

	<p>Ecofi a choisi notre gestion Europe pour nourrir son fonds Ecofi RB Capital Actions</p>
	<p>Apicil nous a confié la gestion d'un fonds dédié de capital investissement selon la méthodologie M.U.S.T.®</p>
	<p>EthiFinance nous accompagne pour le suivi ISR/ESG de notre gestion responsable</p>
	<p>Roche-Brune participe au challenge AMLeague réunissant les meilleures gestions de la place.</p>
	<p>APTimum (FundClass) nous a décerné 5 étoiles après analyse du couple rendement/risque de nos portefeuilles.</p>