



Cours au 26/04/2005: **16.80 €**

Reuters : AVEF.PA, Bloomberg : AVF FP

(€)	12/04	12/05e	12/06e
CA (M)	27	36	42
EBITA (M)	1	4	6
Marge d'EBITA	5,2%	11,0%	14,3%
RNPG retraité	1	3	5
Gearing	52,0%	67,9%	55,4%
VE/EBITA	29,8	11,7	7,7
VE/OFCF	ns	ns	36,8
PER	23,9	12,8	8,3
P/ANPA	2,2	2,1	1,7
BPA retraité	0,66	1,32	2,03
Capi boursière (€m)	35	Flottant	28,2%

Guillaume Angué
 CM - CIC Securities
 +33 1 45 96 77 73
anguégi@cmcics.com

Faits : Résultats en forte progression, mais inférieurs à nos attentes

Analyse : CA 2004 : 26,7 M€ (+45%). EBITA 2004 : 1,4 M€ c 0,2 M€ - nous attendions un EBITA à 4,3 M€. RNPG 2004 : 1,5 M€ c 0,4 M€ - nous attendions 2,5 M€. Dividende à 0,46 € (c 0,40 €) – nous attendions 0,45 €. Forte progression de l'EBITA liée à la progression de l'activité dans un métier de frais fixes : CA Immobilier +46,5%, actifs gérés / distribués : 840 M€ à ce jour vs 440 M€ en 2003. Nos attentes de résultats étaient cependant trop hautes. Nous expliquons l'écart par rapport à nos attentes par un arbitrage du groupe entre la sortie de résultats à court terme (2004) et la poursuite de la structuration des équipes pour faire face aux perspectives 2005. Nous estimons l'impact des accroissement d'effectifs à 10 / 15 personnes (sur un effectif total d'une centaine de collaborateurs), ce qui explique sans doute pour 1,5 M€ l'écart avec nos prévisions. Perspectives favorables sur 2005 : Immobilier en progression de +38% à ce jour (sur des chiffres faibles - 2,2 M€ - donc peu significatifs), accroissement des encours gérés (430 M€ c 100 M€), 7 mandats signés pour Avenir Finance Corporate, perspectives favorables en Distribution. Nous maintenons nos prévisions de CA 2005 à 36,5 M€ (+18% organique). Nous abaissons, pour tenir compte de la structuration des équipes, notre prévision d'EBITA 2005 à 4,0 M€ vs 6,5 M€. BPA 2005 revu en baisse de -25%. BPA 2006 abaissé de 34%.

Conclusion : *Recommandation Achat maintenue compte tenu du changement de dynamique. Objectif de cours revu de 27 € à 23 € suite à l'abaissement des estimés.*

Objectif de cours : 23 €

CM-CIC Securities est apporteur de liquidités sur Avenir Finance