

# Transfert sur le Second Marché

SERVICES FINANCIERS

France

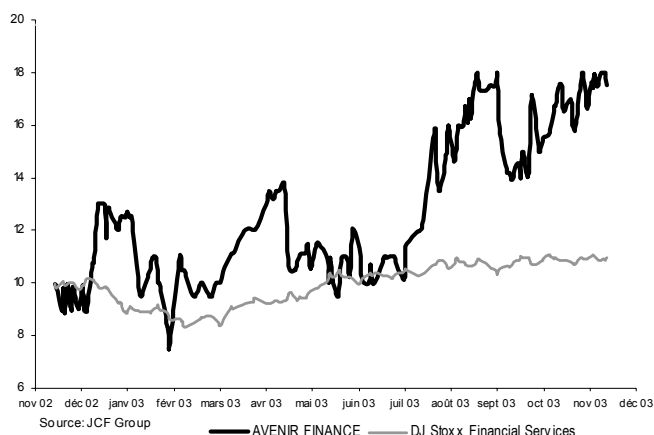
CIC Securities

## Avenir Finance

**Accumuler**  
(Initiation de couverture)

12/12/2003

**17,50 €**



Reuters/Bloomberg

AVEF.PA/MLAVF FP

(€)	12/01	12/02	12/03e	12/04e	12/05e		
CA (M)	18	22	22	29	36	<b>Cours au 12/12/2003</b>	17,5 €
EBITDA (M)	2	2	3	4	6	<b>Objectif de cours à 12 mois</b>	20,8 €
EBITA (M)	2	2	2	4	6	<b>Capitalisation boursière (m)</b>	37
RNPG après surv. (M)	1	1	1	3	4	<b>Nombre d'actions (m)</b>	2,1
BNA ret. av. surv	0,62	0,70	0,68	1,15	1,64	<b>Flottant</b>	28,2%
CFPA	0,66	0,54	0,75	1,21	1,70	<b>Transactions/séance (12 mois)</b>	308
ANPA	4,91	9,27	7,43	8,22	9,26	<b>Volume des transactions/12mois</b>	4 023
Dividende Net / Action	0,40	0,40	0,41	0,69	0,98	<b>Plus haut 12 mois</b>	18,0 €
Dette nette/(trésorerie)(M)	3	1	0	1	2	<b>Plus bas 12 mois</b>	7,5 €
EBITDA/Résultat fin.	4,5	5,8	66,9	11,1	13,3	<b>Performance (1 mois)</b>	0,1%
EV/EBITDA	31,6	15,5	14,5	8,5	6,3	<b>Performance (3 mois)</b>	7,7%
EV/EBITA	32,8	15,8	15,3	8,7	6,4	<b>Performance (12 mois)</b>	75,9%
P/E	56,0	26,6	25,8	15,2	10,7	<b>Marché / Indice</b>	DJ Stoxx Financial Services
Rendement (%)	1,2	2,1	2,3	3,9	5,6	<b>DJ Stoxx 50</b>	Non
ROCE (%)	11,2	8,4	10,1	15,6	18,4	<b>CAGR estimé 2002-04</b>	27,7%

Actionnariat : Famille Blain:40%; Free float:28%; Salariés:14%; Investisseurs financiers:10%; Daniel Sol:5%; Autres personnes physiques et morales:1,7%; Autocontrôle:1,2%;

### L'offre produits constituée en bas de cycle autorise un fort effet de levier sur les résultats

- Avenir Finance conçoit et commercialise des produits et services financiers (OPCVM, FCPI/FCPR, gestion sous mandat, immobilier, corporate) destinés à une clientèle de particuliers haut de gamme le plus souvent dirigeants de PME, aux PME elles-mêmes ainsi qu'à différents institutionnels.
- La stratégie d'intégration de nouvelles activités menée en bas de cycle conjoncturel par création ou acquisition (rachat en 2002 de Sicavonline, rapidement restructuré, et d'une activité corporate) permet aujourd'hui au Groupe de présenter une offre complète et innovante par rapport à la concurrence.
- Le développement commercial prévu (effectifs de la force de vente +50% d'ici à 2006, signature d'accords de distribution hors Groupe) et les synergies entre les différentes entités du Groupe devraient conduire à une progression du CA de +28% en 2004e et en 2005e. Cette croissance devrait être amplifiée au niveau du résultat net part du Groupe avant survaleur (respectivement +82% et +43%) grâce à l'effet de levier lié au dépassement du point mort des activités récentes.
- Objectif de cours de 20,8 € sur la base d'une valorisation par les DCF et de comparables boursiers.

6, avenue de Provence  
75441 Paris Cedex 09  
Tél.: 33 (1) 45 96 77 00  
Fax : 33 (1) 45 96 77 88

Joël Barbeau

+33 1 45 96 77 54

barbeajo@sdm.cic.fr

15 Décembre 2003

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources réputées fiables. Les opinions et les données prévisionnelles sont celles de leurs auteurs. Ni la société émettrice, ni CIC Securities, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect, résultant de l'utilisation de ce document. Ce document ne peut être distribué au Royaume-Uni qu'aux seules personnes qui sont des personnes autorisées ou des personnes exemptées au sens du « Financial Services and Markets Act 2000 » du Royaume-Uni (ou d'un quelconque règlement pris en application de ce dernier) ou aux autres personnes du type décrit dans la section 19 du « Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) order 2001 ». La transmission, l'envoi ou la distribution du présent document (ou de toute copie qui en serait faite) sont interdits aux Etats-Unis ou à un quelconque ressortissant des Etats-Unis d'Amérique (au sens de la règle « S » du U.S. Securities Act de 1993). Tout manquement au respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation du droit américain des valeurs mobilières. La diffusion de ce document dans d'autres juridictions peut être soumise à des restrictions légales et les personnes qui se trouvent en possession de ce document doivent s'informer et respecter de telles restrictions. Le présent document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou souscrire des valeurs mobilières ou autres titres ; il ne peut servir en aucune manière de support ou être utilisé dans le cadre d'un quelconque contrat ou engagement. Il ne vous est remis qu'à titre d'information et ne peut être reproduit ou redistribué à un tiers. En recevant le présent document, vous vous engagez à observer les restrictions mentionnées ci-dessus. AVENIR FINANCE va souscrire un contrat de liquidité avec la Société de Bourse CIC Securities, qui inclut une prestation d'analyse financière. Cette note a été partiellement communiquée à la Société préalablement à sa diffusion. Par ailleurs, CIC Securities a été mandatée par AVENIR FINANCE pour effectuer en tant que Prestataire de Services d'Investissement son transfert sur le Second Marché d'Euronext Paris en décembre 2003.

Ce document ne doit pas être distribué aux Etats-Unis, au Canada et au Japon.

## Sommaire

---

<b>Sommaire .....</b>	<b>3</b>
<b>Éléments clés .....</b>	<b>4</b>
<b>Argumentaire d'investissement.....</b>	<b>5</b>
<b>Evaluation .....</b>	<b>6</b>
<b>D'une distribution pure de produits financiers à une offre diversifiée de plus en plus « propriétaire » .....</b>	<b>8</b>
<p>A l'origine, un Groupe de distribution de produits financiers qui va rapidement se différencier avec une offre immobilière</p> <p>L'offre produits a été ensuite globalisée et internalisée</p> <p>Le groupe cible une clientèle à fort potentiel</p> <p>Un positionnement intermédiaire par rapport à la concurrence</p>	
<b>La mise en place d'une dynamique de croissance.....</b>	<b>11</b>
<p>Des efforts réalisés en interne...</p> <p>...et des accords de commercialisation hors Groupe</p> <p>Une force commerciale motivée, une équipe dirigeante renforcée</p>	
<b>Un effet de levier sur les résultats avec le dépassement du point mort des nouvelles activités .....</b>	<b>13</b>
<p>Un portefeuille d'activités en phase de maturation</p> <p>Avenir Finance SA : la plus forte contribution aux résultats du Groupe</p> <p>AF Immobilier : un savoir-faire à capitaliser</p> <p>AF Gestion : des croissances externes possibles pour atteindre rapidement la taille critique</p> <p>Sicavonline : un modèle économique validé</p> <p>AF Investissement : une montée en puissance progressive</p> <p>AF Corporate : un complément de gamme intégré en bas de cycle conjoncturel</p>	
<b>Descentes de comptes.....</b>	<b>20</b>

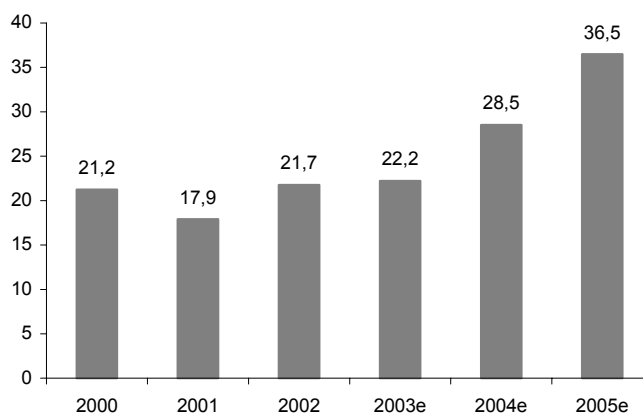
## Éléments clés

### Activité des différentes filiales

Filiales	Activité	Date de création / acquisition
Avenir Finance SA	Société fondatrice du Groupe. Vente de produits propres et hors Groupe grâce à un réseau de 30 commerciaux	1995
AF Immobilier	Conception de produits immobiliers bénéficiant d'avantages fiscaux (loi Malraux, Monuments Historiques)	1997
AF Gestion	Société de Gestion de fonds FCPR/FCPI	2000
AF Investissement	Société de Gestion dédiée à la conception et à la gestion d'OPCVM (produits propres)	2001
AF Corporate	Activité de conseil/pilotage dans le cadre d'introductions en bourse et de placements privés	2002
Sicavonline	Plate-forme de sélection et de distribution d'OPCVM ; expertise en multi-gestion et commercialisation de tous les produits du Groupe	2002

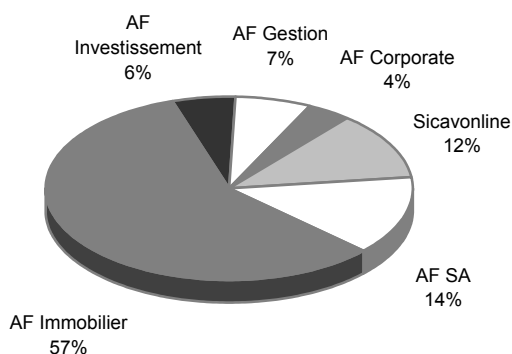
Source : CIC Securities

### Evolution du CA Groupe



Source : Société

### Décomposition du CA par activité (2003e)



Source : CIC Securities

## Argumentaire d'investissement

**Un savoir faire important dans le management de la force de vente.** Fort de ses 20 années passées à l'UFF où il était Directeur Général, Danyel Blain choisit en 1995 de créer Avenir Finance, Groupe de distribution de produits financiers et immobiliers à destination d'une clientèle haut de gamme, en utilisant son savoir-faire et son expérience acquis dans la constitution et le management d'une force commerciale. Danyel Blain a su s'entourer d'une force commerciale de qualité, et par le jeu des croissances externes, de managers jeunes et qualifiés.

**Un segment de clientèle à fort potentiel.** Le « fonds de commerce » d'Avenir Finance est composé de clients haut de gamme, le plus souvent chefs d'entreprise dont le positionnement patrimonial, intermédiaire entre celui des banques de gestion privée et des banques de réseau, ne leur permet pas d'accéder à une offre de services en adéquation avec leurs besoins. La spécificité d'Avenir Finance est de répondre à cette demande grâce à une large palette de produits.

**Une offre produits complète, innovante et différenciée.** L'indépendance d'Avenir Finance lui permet de distribuer une sélection des produits financiers (OPCVM, Assurance-vie...) de partenaires de qualité (La Fédération Continentale, Rothschild) ainsi qu'une gamme « en propre » (SICAV, FCPR/FCPI...). L'immobilier (produits bénéficiant d'avantages fiscaux dans l'ancien haut de gamme en centre ville, 57% du CA 2003e) est un élément différenciant majeur par rapport à la concurrence, et a constitué ces dernières années un moyen de fidéliser la clientèle en pleine crise des marchés financiers. Le caractère contre-cyclique des deux types d'offres représente un facteur d'équilibre pour le business model du Groupe.

**Une offre constituée en creux de cycle, avec un effet de levier sur les résultats à partir de 2004.** Après les créations d'Avenir Finance Gestion fin 2000 et d'Avenir Finance Investissement fin 2001, l'élargissement de l'offre de services et produits s'est accélérée en 2002 avec le rachat de Sicavonline et d'une activité de corporate finance. La progression attendue de l'activité et le dépassement du point mort de ces entités (dont certaines présentent des charges fixes importantes) devraient se traduire par un effet de levier sur le résultat net du Groupe.

**A bourse stable, nous attendons une croissance du résultat net part du Groupe avant survaleur de +82% en 2004 et de +43% en 2005.** Notons la rapidité du redressement de Sicavonline, dont le résultat net de -3,3 M€ en 2001 et 2002 devrait être positif en 2003.

Notre valorisation, basée sur une double approche (DCF et comparables boursiers) laisse place à une revalorisation du titre de +19%, soit un objectif de cours de 20,8 €.

Forces	Opportunités
Offre produits innovante et différenciante (immobilier)	Synergies commerciales à exploiter entre les entités de distribution
Fonds de commerce composé d'une clientèle haut de gamme	Effet de levier lié au dépassement du point mort des filiales
Culture commerciale	Croissances externes afin d'atteindre la taille critique dans certains métiers
Modèle économique de Sicavonline validé	
Faiblesses	Menaces
Stade de maturité de certaines filiales (AF Gestion, AF Investissement, Sicavonline, AF Corporate)	Nouvelle baisse des marchés financiers (chiffre d'affaires partiellement indexé sur les encours) ou
Résultats encore dépendants de l'immobilier	Retournement éventuel du marché de l'immobilier, mais qui sera probablement compensé par une hausse des marchés financiers

## Evaluation

### ■ Méthode des DCF : objectif de cours 18,5 €

Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- une croissance du CA limitée à 10% en 2006 et 2007, et qui suit une tendance baissière pour atteindre +4% en 2012 et jusqu'à l'infini,
- une marge EBITDA qui atteint un point haut en 2006 et 2007 à 18%, puis qui jusqu'à 14% en 2012,
- un taux d'actualisation de 11,3% qui se décompose entre un coût des fonds propres de 12% et un coût de la dette avant IS de 6,5%.

(M€)	Année de référence		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Année	déc-02	déc-03	déc-04	déc-05	déc-06	déc-07	déc-08	déc-09	déc-10	déc-11	déc-12	déc-13
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>29</b>	<b>36</b>	<b>40</b>	<b>44</b>	<b>49</b>	<b>52</b>	<b>56</b>	<b>58</b>	<b>60</b>	<b>63</b>
% n / n-1		2,1%	28,4%	27,9%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	6,0%	4,0%	4,0%	4,0%
<b>EBITDA</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>4,5</b>	<b>6,2</b>	<b>7,2</b>	<b>7,9</b>	<b>8,3</b>	<b>8,4</b>	<b>8,3</b>	<b>8,1</b>	<b>8,4</b>	<b>8,8</b>
% CA	9,3%	11,4%	15,8%	17,1%	18,0%	18,0%	17,0%	16,0%	15,0%	14,0%	14,0%	14,0%
- Amortissements	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
% CA	-0,2%	-0,6%	-0,5%	-0,4%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
<b>= EBITA ajusté</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>4,4</b>	<b>6,1</b>	<b>7,0</b>	<b>7,7</b>	<b>8,0</b>	<b>8,1</b>	<b>8,1</b>	<b>7,8</b>	<b>8,1</b>	<b>8,4</b>
% CA	9,1%	10,8%	15,3%	16,7%	17,5%	17,5%	16,5%	15,5%	14,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Impôts (normatif)	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
<b>= EBITA après impôts</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>4,0</b>	<b>4,6</b>	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,2</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>
% CA	6,0%	7,1%	10,1%	11,0%	11,6%	11,6%	10,9%	10,2%	9,6%	8,9%	8,9%	8,9%
Amortissements	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>= Cash Flow d'exploitation</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>3,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>5,9</b>
- Investissements	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
% CA	-1,0%	-1,4%	-1,2%	-1,1%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
BFR	9	9	11	14	16	17	19	21	22	23	24	24
En jours de CA	148	141	141	141	141	141	141	141	141	141	141	141
Variation de BFR		0,3	-2,5	-3,1	-1,5	-1,6	-1,7	-1,5	-1,2	-0,9	-0,9	-0,9
<b>= Cash Flow libre d'exploitation</b>		<b>1,7</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>
Taux d'actualisation (WACC)			11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
Coefficients d'actualisation annuels			0,90	0,81	0,73	0,65	0,59	0,53	0,47	0,42	0,38	0,34
<b>Cash Flow libre d'exploitation actualisé</b>			<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>

<b>Somme des FCF actualisés (2004-2013)</b>	<b>15</b>	B : - Dette nette / + cash de l'année de référence (M€)	0
		C : + MEE et immobilisations financières (M€)	0
Terme terminal	20	D : - Intérêts minoritaires (M€)	0
Taux de croissance à l'infini	3,5%	E : - Provisions pour retraite	0
Gearing objectif ou moyenne sur 5 ans	10%	F : - Hors bilan	0
Coût des fonds propres (a)	12,0%	G : Total (M€) : A+B+C+D+E+F	36
Coût de la dette	6,5%		
Taux d'actualisation à l'infini	11,3%		
Taux d'impôt normatif	34%	H : Nombre d'actions diluées (mln)	2
<b>A : Valeur d'Entreprise (M€)</b>	<b>35</b>	<b>I : Valeur par action (€) : G/H</b>	<b>17</b>
% du terme final	56%	<b>J : Dividende de l'année de référence</b>	<b>0,6</b>
		<b>K : Objectif de cours (I*(1+coût des FP)-dividende) (€)</b>	<b>18,5</b>

### Tableau de sensibilité

	Taux de croissance à l'infini		Taux d'actualisation			
	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	
2,5%	20,7	19,2	17,2	16,7	15,7	
3,0%	21,7	20,0	17,8	17,3	16,2	
3,5%	22,7	20,9	18,5	17,9	16,7	
4,0%	24,0	21,9	19,2	18,7	17,3	

Source : CIC Securities

### ■ Par la méthode des comparables boursiers

Nous avons retenu Boursorama, Bourse Direct et Groupe April qui présentent des similitudes avec certaines activités d'Avenir Finance.

### Principaux indicateurs de performance

	Activité	CA 2002 (M€)	Marge EBITA 2002 (%)	Marge EBITA 2003e (%)	Marge EBITA 2004e (%)	Effectifs
Boursorama	Leader en France de la diffusion d'information financière en ligne et de l'investissement en ligne (actions, OPCVM, produits dérivés et assurance-vie)	40,3	-9,5%	-1,1%	13,0%	236
Bourse Direct	Société de courtage en ligne sur des produits actions	7,5	-25,4%	-18,4%	5,4%	32
April Group	Prestataire de services spécialisé dans la conception et la gestion de produits d'assurance pour les réseaux de distribution	236,3	17,9%	13,4%	16,2%	900

Source : JCFP, Estimations CIC Securities

Il ressort de cette sélection de valeurs une sous-valorisation du Groupe qui nous permet d'aboutir aux résultats suivants :

1. les comparables boursiers (basés sur la moyenne des ratios suivants appliqués aux hypothèses 2004 uniquement : PER, P/ANPA, VE/CA, VE/EBITDA et VE/EBITA) nous donnent un objectif de cours de 22,7 €,

### Ratios de valorisation des comparables boursiers

Ratios (cours au 02/12/03)	Capitalisation Boursière (M€)	PER		P/ANPA		VE/CA		VE/EBITDA		VE/EBITA	
		2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Boursorama	352	251,6	24,6	2,5	2,2	3,2	2,7	48,5	14,4	ns	ns
Bourse Direct	15	ns	ns	ns	ns	2,3	1,8	ns	13,1	ns	ns
April Group	563	22,0	15,7	4,4	3,7	1,6	1,3	8,1	5,7	12,3	8,1
Avenir Finance	38	26,5	15,7	2,4	2,2	1,7	1,4	14,7	8,6	15,6	8,9

Source : JCFP, Estimations CIC Securities

2. le prix de transaction de Bourse Direct (montée dans le capital de Capitol, filiale du Groupe Viel & Cie dans Bourse Direct en septembre 2003 à 1,4 € par action) nous donne un cours cible de 23,4 € sur la base de la VE/CA 2004. Bourse Direct a communiqué le 28/11/2003 sur une augmentation de capital de 4 M€ sur la base du même cours de bourse (1,4 € par action).

**Nous obtenons un objectif de cours de 23,1 € par la méthode des comparables, soit au total un cours cible de 20,8 € par la moyenne des deux méthodes d'évaluation.**

## **D'une distribution pure de produits financiers à une offre diversifiée de plus en plus « propriétaire »**

### **A l'origine, un Groupe de distribution de produits financiers qui va rapidement se différencier avec une offre immobilière**

De 1995 à 1997, le Groupe a exercé une activité de commercialisation pure de produits financiers et s'est ainsi constitué une base de clients grâce au savoir-faire des équipes commerciales et à la qualité de produits sélectionnés auprès de partenaires de premier rang (La Fédération Continentale, Rothschild). Le Groupe a ensuite intégré en 1997 une activité de conception de produits immobiliers « en propre » qui lui a permis d'élargir et de fidéliser sa base de clients.

### **L'offre produits a été ensuite globalisée et internalisée**

La poursuite de l'élargissement de l'offre produits est venue naturellement pour 1/ répondre à l'ensemble de la demande d'une clientèle haut de gamme et 2/ maximiser le résultat du Groupe (récupération d'une partie de la marge auparavant rétrocédée) en diffusant des produits innovants créés par Avenir Finance lui même.

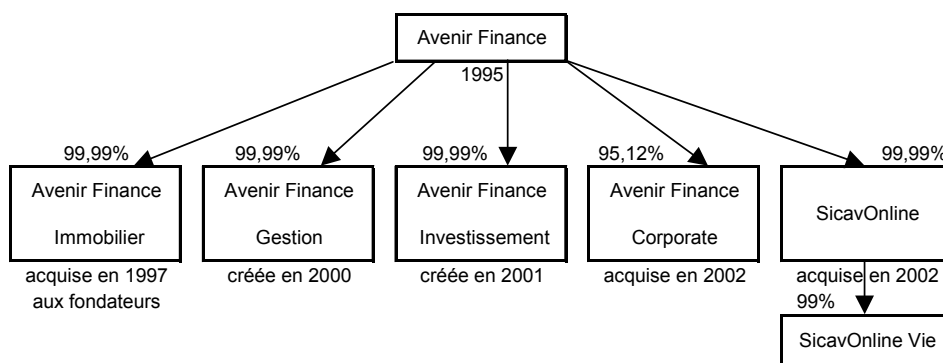
La création en 2000 d'Avenir Finance Gestion et d'Avenir Finance Investissement en 2001 ainsi que le rachat en 2002 de Sicavonline et de FF&T Equity (par la suite renommée « Avenir Finance Corporate ») s'inscrivent dans cette logique :

1. Avenir Finance Gestion propose des FCPI/FCPR investis à 100% dans le non coté à comparer à un ratio de 60% pour la concurrence,
2. Avenir Finance Investissement constitue à l'origine un complément de gamme afin de conserver la gestion du patrimoine du chef d'entreprise lors de la cession de titres,
3. Sicavonline apporte une expertise dans l'analyse des fonds et la multi-gestion peu répandue aujourd'hui, et représente un canal de diffusion complémentaire de l'ensemble de la gamme de produits du Groupe,
4. AF Corporate propose des services de conseil dans le cadre d'une introduction en Bourse, d'une augmentation de capital et d'opérations de haut de bilan, en général à des entreprises dont les dirigeants sont souvent des clients du Groupe.

A fin 2003, sur une base de 4500 clients, le Groupe devrait gérer en direct 100 M€ au sein de ses deux Sociétés de Gestion agréées AMF (AF Gestion et AF Investissement) et avoir collecté 320 M€ d'encours (gérés par des tiers) via Sicavonline et AF SA.



## Organigramme



Source : CIC Securities

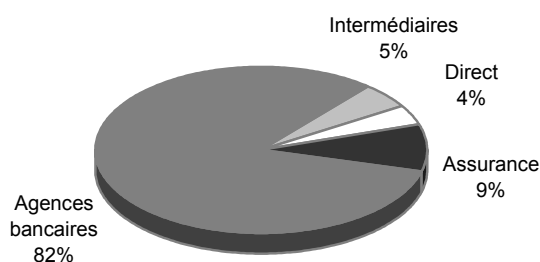
## Le groupe cible une clientèle à fort potentiel

Le Groupe est positionné en France sur le segment des chefs d'entreprise et des cadres supérieurs (sa clientèle est composée aujourd'hui de 3000 clients, hors Sicavonline).

Ce marché intermédiaire représente 50% du patrimoine financier des ménages, géré à hauteur de 84% par les banques commerciales. Cette clientèle se situe entre deux segments de marché occupés :

- par les banques de gestion privée, qui gèrent la fortune de particuliers à partir de montants significatifs (>1,5 M€). Ces banques ne sont pas tentées de baisser leur seuil d'intervention afin de maintenir leur image de marque ; de plus, elles n'ont pas de réseau de distribution suffisant pour conquérir des parts de marché plus larges,
- par les banques de réseau qui occupent le marché de « masse », avec des produits limités aux fonds « maison » ou à des fonds de fonds (logique de production).

## Les circuits de distribution des OPCVM en 2005<sup>e</sup> (en % des encours gérés)



Source : ICI, Datamonitor, Morgan Stanley, Analyse BCG

En Europe, la part de marché des agences bancaires est moins élevée (67% en Allemagne, 25% au Royaume-Uni) au profit des conseillers indépendants et des conseillers multicartes (surtout au Royaume-Uni).

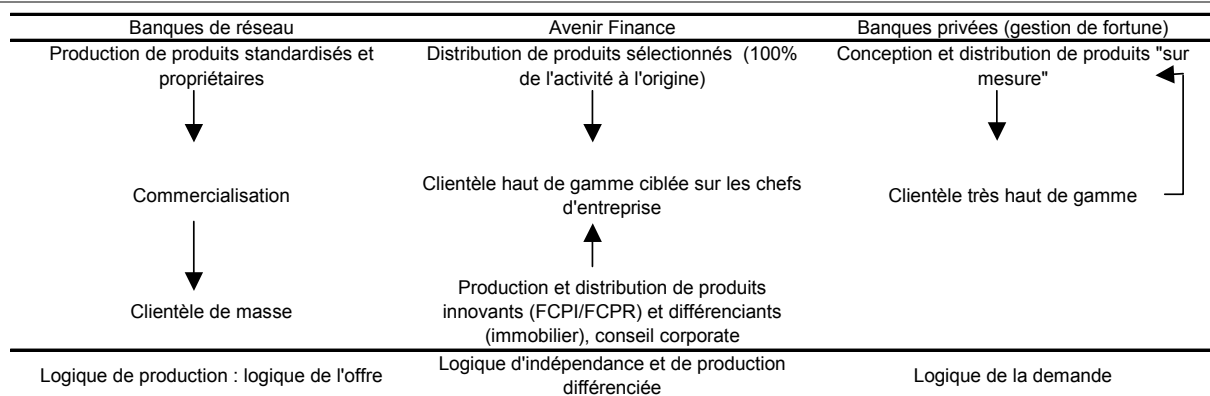
Avenir Finance est donc positionné face à une clientèle exigeante, mais qui ne dispose pas en général du patrimoine pour être référencée dans une banque de gestion privée. Le caractère de plus en plus « nomade » et averti de cette clientèle, qui recherche la meilleure rémunération pour ses actifs financiers et n'hésite plus à changer d'établissement ou à se « multi-bancariser », est un élément positif pour Avenir Finance. Sicavonline, qui peut être considéré comme le « produit d'appel » du Groupe, offre par exemple l'avantage de proposer une sélection des meilleurs OPCVM du marché. Dans un autre domaine, un exemple qui illustre cette tendance est le « Livret Orange » de ING Direct dont le taux de rémunération, supérieur à celui du Livret A, a attiré plus de 240 000 personnes depuis Mars 2000 (Source : ING Direct).

### Un positionnement intermédiaire par rapport à la concurrence

Avenir Finance a construit son positionnement sur son point fort initial : le « savoir vendre », c'est à dire la distribution de produits choisis en toute indépendance à l'instar du modèle UFF bien connu du dirigeant.

Le choix de partenaires de renom et la qualité de la relation client sont les deux éléments clés qui ont permis au Groupe de préserver son fonds de commerce pendant la crise des marchés financiers : le nombre de clients est ainsi passé de 2800 en 2000 à 3500 en 2001, 4000 en 2002 puis 4500 en 2003e. La diversification de l'offre produits avec l'immobilier et la création de filiales de production (FCPR/FCPI, corporate, multi-gestion avec Sicavonline) a également permis de fidéliser la clientèle.

### Un positionnement à mi-chemin entre les banques de réseau et la gestion de fortune



Source : CIC Securities

Construit de manière progressive dans le creux de cycle et sans appel au marché, Avenir Finance se présente aujourd'hui comme un Groupe de services financiers à la gamme de produits quasi-complète. Manque une offre de services juridiques et fiscaux qui viendrait compléter ses compétences en matière d'ingénierie patrimoniale.

Par ailleurs, les nombreux agréments que possède le Groupe (2 Sociétés de Gestion agréées par l'AMF : AF Gestion et AF Investissement ; 1 Entreprise d'Investissement agréée par l'AMF et le CECEI : Sicavonline) constituent selon nous une barrière à l'entrée significative dans un contexte réglementaire de plus en plus contraignant.

## La mise en place d'une dynamique de croissance

### Des efforts réalisés en interne...

Le Groupe va renforcer et structurer ses moyens commerciaux sur les prochains exercices grâce :

- au recrutement de 15 commerciaux sur 3 ans à partir de 2004 au niveau de la société mère Avenir Finance, sur les zones de Paris et de Lyon, avec pour mission de vendre l'ensemble des prestations et des produits du Groupe (Immobilier, FCPI...). Fin 2006, les effectifs commerciaux du Groupe devraient ainsi progresser de +50%,
- la création d'un poste de Responsable du Développement de manière à coordonner et structurer les différentes équipes de « production » (AF immobilier, AF Corporate et AF Investissement).

Le rachat de Sicavonline apporte également au Groupe une plate-forme de distribution sur internet, dont le contenu à l'origine orienté OPCVM, est composé de l'ensemble des produits du Groupe (immobilier, FCPI...).

### ...et des accords de commercialisation hors Groupe

Ces accords portent sur plusieurs produits :

- **Immobilier** : en plus de la vente attendue de produits par le canal de distribution de Sicavonline, le Groupe complète l'offre de partenaires extérieurs qui ont accès à une clientèle bien plus vaste,
- **Sicavonline** : le Groupe a commencé à signer des accords de commercialisation avec des sociétés de conseil en gestion de patrimoine depuis début 2003 (30 sont sous contrat actuellement), et le Groupe estime pouvoir en compter 100 fin 2004 et 200 fin 2005. L'avantage compétitif de Sicavonline réside dans son offre multisupport de qualité (immobilier, sélection de SICAV...) et dans son indépendance qui lui permet de proposer une large sélection de produits,
- **Gestion** : après avoir mis sur le marché des fonds « ouverts » (à l'épargne auprès de particuliers), le Groupe souhaite ouvrir des fonds « fermés », c'est à dire réservés 1/ à une clientèle institutionnelle composée de banques et de mutuelles qui n'ont pas de FCPI/FCPR à vendre en interne et 2/ à des particuliers fortunés susceptibles d'investir plus de 100 K€ dans ce type de produit.

Le principe de la commercialisation hors Groupe repose sur un reversement important des recettes (droits d'entrée, frais de gestion...) associées à ces produits.

## **Une force commerciale motivée, une équipe dirigeante renforcée**

Danyel Blain a su dès la création de son Groupe fédérer une force commerciale motivée, dont la rémunération essentiellement faite sur des bases fixes est complétée par un large actionnariat salarié (13,8% du capital).

Le rachat de Sicavonline et d'Avenir Finance Corporate a donné au Groupe l'occasion de voir arriver de nouveaux talents, qui occupent des postes de responsabilité à l'exemple de Cyril Lureau, Polytechnicien, 34 ans, cofondateur de Sicavonline, actuel Directeur Général adjoint d'Avenir Finance.

Enfin, le Groupe a procédé à un recrutement de haut niveau pour AF Investissement.

La structuration du Groupe devrait être finalisée en 2004 avec le renforcement de la fonction financière (recrutement d'un Contrôleur de Gestion).

## Un effet de levier sur les résultats avec le dépassement du point mort des nouvelles activités

### Un portefeuille d'activités en phase de maturation

Si l'on peut considérer la gamme de produits proposée par Avenir Finance comme désormais quasiment complète, ces activités n'ont pas toutes le même niveau de maturité, notamment en ce qui concerne les activités issues de la croissance interne (gestion sous mandat, gestion du non coté) ou externe (corporate), intégrées en bas de cycle conjoncturel.

Le Groupe est aujourd'hui dépendant en termes de Chiffre d'Affaires et de résultats de la branche Immobilière qui bénéficie d'une conjoncture favorable, mais va peu à peu ré- diversifier ses sources de revenus, grâce à l'effet de levier sur les activités récentes : le point mort devrait être atteint en 2004 pour AF Corporate et AF Gestion, et en 2005 pour AF Investissement. L'effet volume, permis par le renforcement des forces commerciales et l'exploitation des synergies du Groupe (cross-selling), permettra l'atteinte de la taille critique sur les activités FCPI/FCPR et gestion sous mandat par la constitution d'un stock d'encours financiers. Ces éléments nous permettent de tableer sur une croissance de +28% du CA en 2004e et 2005e et à une progression du résultat net part du Groupe avant survaleur de respectivement +82% et +43%.

Les comptes pro-forma 2001 et 2002 du Groupe font ressortir une perte nette de respectivement 1,33 M€ et 1,42 M€ en raison des résultats de Sicavonline qui étaient négatifs de 3,3 M€ sur chacun de ces deux exercices. Le redressement de Sicavonline devrait se concrétiser dès 2003 par un résultat net positif grâce à la mise en place des méthodes de gestion du Groupe, à la forte réduction des charges de communication et aux premières synergies commerciales. Au S1-2003, le Groupe affiche une perte nette de 1,2 M€ en raison de l'effet saisonnalité dans l'immobilier (13% du CA 2003e de cette filiale a été réalisé sur ce semestre), le Chiffre d'Affaires étant essentiellement réalisé en fin d'année en raison des avantages fiscaux attachés à ces produits.

### Comptes consolidés du Groupe

	2001 p.f	2002 p.f	2003e	2004e	2005e
<b>Chiffre d'Affaires</b>	<b>19,8</b>	<b>22,8</b>	<b>22,2</b>	<b>28,5</b>	<b>36,5</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>2,5</b>	<b>4,5</b>	<b>6,2</b>
Marge d'EBITDA	n.s	n.s	11,3%	15,9%	17,0%
EBITA	-1,5	-1,8	2,4	4,4	6,1
Résultat Financier	-0,4	-0,3	-0,0	-0,4	-0,5
<b>Résultat Courant</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>2,4</b>	<b>4,0</b>	<b>5,6</b>
Résultat Exceptionnel	0	0	-0,2	0	0
<b>IS</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,9</b>
<b>Amo survaleurs</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
RNPDG après survaleur	-1,3	-1,4	1,3	2,5	3,6
<b>RNPDG avant survaleur</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,7</b>
Marge nette avant survaleur	n.s	n.s	6,3%	9,1%	10,1%

Source : Société

## Avenir Finance SA : la plus forte contribution aux résultats du Groupe

**Avenir Finance SA est la société « historique » du Groupe**, qui comprend 40 personnes dont 30 commerciaux positionnés dans les grandes villes françaises (principalement Paris et Lyon). AF SA commercialise à une clientèle haut de gamme des produits financiers hors Groupe (OPCVM d'origine Rothschild, Assurance-vie de La Fédération Continentale), ainsi que les produits propres des filiales du Groupe (FCPI de Avenir Finance Gestion, produits de AF Immobilier...).

**La rentabilité de cette structure est restée élevée** même pendant la période de crise des marchés financiers avec une marge nette 2001 de 14,5% et 2002 de 15,7%.

**A partir de 2003**, la marge d'exploitation devrait être impactée par le recrutement de commerciaux prévu pour justifier la croissance du chiffre d'affaires. Nous attendons une croissance du CA de l'ordre de +10% en 2004 et de +15% en 2005.

A noter qu'une évolution importante à la hausse comme à la baisse des marchés financiers aurait un impact sur la rémunération des encours, directement fonction de leur valorisation. L'impact sur les comptes consolidés serait toutefois amorti par la présence de l'immobilier (57% du CA consolidé 2003e), activité à contre cycle. Nous estimons que la contribution de AF SA au résultat net du groupe (forte en 2003e à hauteur de 71%) devrait baisser en raison de la montée en puissance des activités récentes et de la croissance soutenue attendue dans l'immobilier.

## AF Immobilier : un savoir-faire à capitaliser

**Le Groupe est positionné sur le segment haut de gamme de l'ancien à rénover** permettant à ses clients de profiter d'avantages fiscaux importants. En effet, après une forte hausse du marché notamment sur Paris et certaines villes de province, le Groupe ne s'intéresse désormais qu'aux immeubles appartenant à des secteurs « sauvegardés » (centres villes historiques) sur lesquels le « risque » pour le client est moindre.

**Le flux de produits provient de notaires et d'architectes** fidélisés au fil du temps (l'immobilier est présent dans le Groupe depuis 1997). Les villes apprécient également le travail de réhabilitation effectué sur des projets parfois complexes juridiquement (elles peuvent orienter Avenir Finance vers d'autres immeubles à la vente ayant besoin d'être restaurés). Les architectes sont des concurrents, mais ils n'interviennent que rarement au delà de 2 M€. L'expertise du Groupe s'exerce dans le choix des immeubles à rénover, qui sont ensuite vendus à la découpe (la partie technique est sous-traitée).

**Le risque de baisse du marché de l'immobilier** existe pour Avenir Finance, et concerne son « stock » foncier présent dans les comptes uniquement pendant 6 mois environ (pour un montant de 5 M€ actuellement). Une baisse rapide et prononcée du marché de l'immobilier (>25%) conduirait à une dégradation des marges consécutive à la baisse du prix de vente final de ce stock. Si la baisse du marché se prolongeait au delà de cette période de 6 mois, le Groupe recommencerait à acheter des biens de qualité à des prix « intéressants » pour une clientèle dont l'horizon d'investissement est supérieur à 10 ans. Dans ce cadre, la demande ne devrait pas se tarir (jusqu'à présent, le Groupe a constaté une demande supérieure à l'offre). Le risque lié aux travaux est nul. En effet, Avenir Finance revend le bien à nu, avant le début des travaux, ces derniers ayant été clairement identifiés.

**Le financement** est assuré par dette à hauteur de 85%-90% (garantie des banques sous forme d'hypothèque) et de 10%-15% par fonds propres. Compte tenu de la rotation des actifs immobiliers, les financements se débouclent rapidement, et ne génèrent pas d'endettement excessif en fin d'exercice.

**Nous attendons une croissance de +25% par an** qui s'explique par le recrutement de commerciaux au niveau du Groupe, par l'apport de la plate-forme Sicavonline et par la signature d'accords de distribution hors Groupe. Compte tenu du niveau de marge d'exploitation atteint en 2002 (11,5%), nous tablons prudemment sur une marge EBITA d'environ 10,5% pour 2003 et 2004. Cette activité devrait d'ici 2005 représenter la principale contribution (environ 30%) au résultat net du Groupe.

### **AF Gestion : des croissances externes possibles pour atteindre rapidement la taille critique**

**Le Groupe commercialise ses propres FCPR/FCPI.** Les FCPI permettent aux personnes physiques d'investir des sommes bloquées pendant 5 ans (8 ans pour les personnes morales) dans des sociétés innovantes ayant le label ANVAR et non cotées. Une personne physique peut ainsi déduire de son impôt sur le revenu 25% des versements jusqu'à 12 000 € (24 000 € dans le cas d'un couple) pour un produit offrant des performances supérieures à celles des actions (3% à 4% de croissance en plus par an, soit en moyenne 15% par an). Le Groupe a commercialisé depuis sa création 2 FCPR et 2 FCPI (dont 1 FCPR et 1 FCPI ont été clôturés à la souscription depuis respectivement mai et juin 2003).

Le marché français est alimenté d'environ 30 nouveaux FCPI tous les ans, pour moitié émanant des banques, l'autre moitié provenant d'équipes indépendantes dotées de leurs propres réseaux de collecte. L'avantage compétitif des indépendants est faible, et dépend essentiellement de la qualité des équipes de gestion.

La distribution est réalisée depuis 2002 par Avenir Finance pour les deux tiers (200/300 personnes y ont souscrit) et pour un tiers par « Affluance », organisme regroupant 5 000 courtiers (la commercialisation via la plate-forme Sicavonline est récente). A terme, le Groupe souhaite une collecte équilibrée provenant à parité entre la clientèle Avenir Finance et les distributeurs hors Groupe.

**Le modèle de revenus de AF Gestion** est basé sur 1/ des frais de gestion annuels (indexés sur l'encours moyen, une moyenne de 45% de ce CA étant rétrocédé soit à Avenir Finance, soit au distributeur hors Groupe), et 2/ des droits d'entrée et des frais de constitution basés sur la collecte, les droits d'entrée étant rétrocédés intégralement. L'encours moyen varie en fonction de l'évolution de la valorisation des actifs des fonds et de la collecte annuelle. Le Groupe devrait commercialiser ce type de produits à une clientèle institutionnelle en 2004. Compte tenu de sa création récente, AF Gestion représente selon nos estimations environ 7% du CA Groupe en 2003, pourcentage qui devrait monter selon nous à 9% en 2005 notamment grâce à la constitution d'un stock d'encours.

Le business model de AF Gestion est fortement pondéré de charges fixes, qui sont composées essentiellement de salaires et d'honoraires. Nous estimons que l'effet de levier sur le résultat net de cette filiale devrait se traduire par le dépassement du point mort dès 2004. Ce marché des FCPR/FCPI peut présenter des opportunités de croissance externe sur le segment des équipes de gestion indépendantes qu'Avenir Finance pourrait saisir.

## Sicavonline : un modèle économique validé

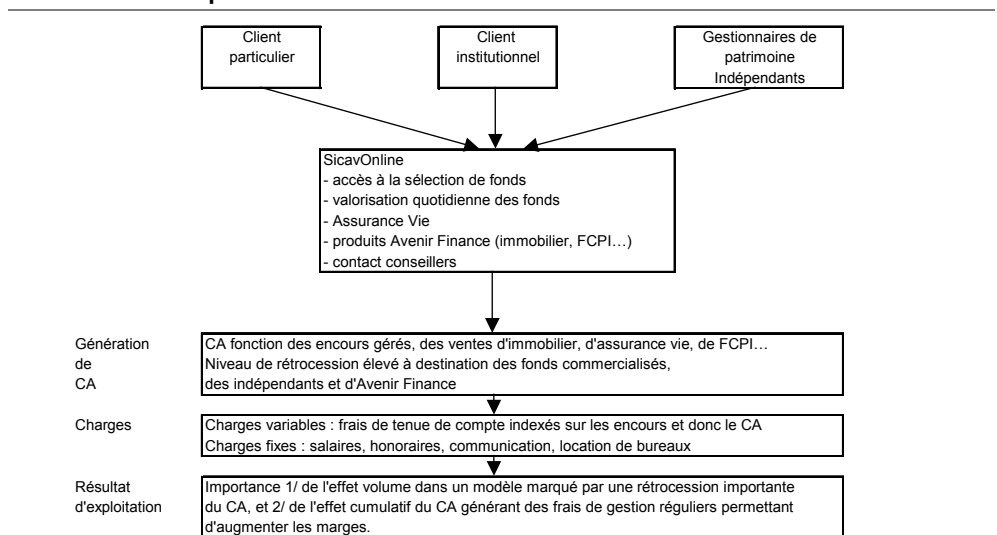
Sicavonline est une plate-forme de sélection et de commercialisation d'OPCVM, qui bénéficie d'une notoriété forte bâtie sur :

1. une indépendance qui lui permet de sélectionner 200 fonds (sur les 2500 pré-sélectionnés sur le marché des OPCVM) via un processus de sélection unique en France et basé sur l'utilisation du logiciel Aptimum,
2. un contact possible avec le client, par téléphone ou rendez-vous (contrairement à Symphonis par exemple).

Les barrières à l'entrée ne sont pas financières, mais constituées par la durée nécessaire à la maîtrise des outils de sélection de fonds et de valorisation quotidienne des fonds (5 ans selon le Groupe pour un coût estimé à 5,2 M€ depuis la création). Le marché des fonds/SICAV s'est étoffé de nombreux produits depuis 1999 : de 3500 fonds, l'offre atteint aujourd'hui 25 000 fonds en Europe, dont 8 800 en France. Le concept haut de gamme de Sicavonline se retrouve dans l'encours moyen par client qui ressortait à 71 K€ au S1-2003 (dont la moyenne d'âge est de 48 ans). Sicavonline devrait représenter 12% du CA consolidé 2003. Nous attendons une croissance soutenue de son activité en raison de son rôle de distributeur de l'ensemble des produits du Groupe, qui devrait se traduire par un effet de levier important sur les résultats consolidés.

Le rachat de Sicavonline par Avenir Finance s'est traduit par 1/ une forte baisse des dépenses de publicité et de marketing et 2/ la mise en œuvre de synergies avec l'apport de la clientèle et de l'ensemble des produits d'Avenir Finance. En l'espace de 12 mois, Sicavonline devrait passer d'une perte de -3,3 M€ en 2002 à un bénéfice d'exploitation en 2003e. A horizon 2005, Sicavonline devrait représenter la 3<sup>ème</sup> contribution au résultat net du Groupe.

### Modèle économique de Sicavonline



Source : CIC Securities



## **AF Investissement : une montée en puissance progressive**

Cette filiale, qui a le statut de Société de Gestion, a été créée en décembre 2001 dans la logique de distribution d'une offre globale aux dirigeants de PME. AF Investissement permet au Groupe de proposer un service de gestion de fonds sous mandat dans le cas d'une cession de bloc de titres, afin que le client maintienne la gestion de son patrimoine chez Avenir Finance. Le Chiffre d'Affaires est ainsi réalisé pour l'essentiel avec les clients de la société mère Avenir Finance, via des activités de gestion de portefeuille pour compte de tiers et des OPCVM grâce à des mandats de gestion.

L'avantage compétitif de AF Investissement réside dans son indépendance, qui lui permet de proposer tous les produits OPCVM du marché, mais aussi des produits conçus par AF Investissement avec 2 fonds stock picking (gérés par AF Investissement) et 5 fonds de fonds (2 en assurance-vie, 2 supports d'assurance vie et 1 compte titres classique). Au total, cette filiale gère actuellement 70 M€ environ.

Le modèle de revenu est constitué par la facturation des frais de gestion, des commissions sur encours (uniquement sur les mandats de gestion OPCVM), des droits d'entrée (pour les mandats de gestion OPCVM) et de droits de garde (mandats de gestion OPCVM et actions). Le principe de la rétrocession s'applique ici également, notamment sur les frais de gestion et les commissions sur encours de fonds de fonds. AF Investissement devrait représenter 6% du CA Groupe en 2003e.

Compte tenu d'une part des faibles taux appliqués sur des encours et des montants de collecte en phase de montée en puissance, et d'autre part des charges fixes (salaires), nous estimons que AF Investissement ne devrait dépasser le point mort qu'en 2005.

## **AF Corporate : un complément de gamme intégré en bas de cycle conjoncturel**

Cette activité, entrée dans le Groupe en octobre 2002, complète l'offre globale du Groupe à destination des chefs d'entreprise de PME qui ont besoin de faire évoluer leur structure actionnariale ou de lever des fonds soit en Bourse, soit par placement privé. L'activité de AF Corporate regroupe donc des activités de « Private Equity » et de conseil pour la préparation de business plans et pour les introductions en Bourse.

Le modèle d'Avenir Finance Corporate est donc directement dépendant de la santé des marchés financiers pour ses opérations boursières. Dans un contexte 2003 encore difficile, notamment pour les introductions en Bourse, le Groupe devrait selon nous légèrement en dessous de son point mort.

## Descentes de comptes

---

Compte de résultat.....	20
Analyse du compte de résultat .....	21
Bilan .....	22
Analyse du bilan.....	23
Flux de trésorerie .....	24
Analyse des flux de trésorerie .....	25
Données par action et ratios boursiers .....	26
Données par action et ratios boursiers (suite) .....	27
Descente de comptes simplifiée.....	28

Page blanche

## Compte de résultat

au 31/12 (m€)	2000	2001	2002	2003e	2004e	2005e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>21,2</b>	<b>17,9</b>	<b>21,7</b>	<b>22,2</b>	<b>28,5</b>	<b>36,5</b>
Variation (%)		-15,7%	21,5%	2,1%	28,4%	27,9%
Production stockée	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reprise sur provisions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autre	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Production</b>	<b>21,2</b>	<b>17,9</b>	<b>21,7</b>	<b>22,2</b>	<b>28,5</b>	<b>36,5</b>
Achats	(13,7)	(10,4)	(12,9)	(10,7)	(14,1)	(18,4)
dont variation des stocks	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres charges opérationnelles	(1,5)	(1,9)	(2,5)	(3,1)	(3,4)	(4,3)
Sous-total charges	(15,1)	(12,2)	(15,4)	(13,8)	(17,5)	(22,7)
<b>Valeur ajoutée</b>	<b>6,1</b>	<b>5,7</b>	<b>6,3</b>	<b>8,4</b>	<b>11,0</b>	<b>13,8</b>
Subventions opérationnelles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impôts, taxes et versements assimilés	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,5)
Salaires	(2,9)	(3,5)	(4,0)	(5,5)	(6,1)	(7,1)
dont participation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA = RBE</b>	<b>2,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>4,5</b>	<b>6,2</b>
Marge d'EBITDA	13,7%	10,5%	9,3%	11,4%	15,8%	17,1%
Provisions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dotation aux amortissements des immobilisations	(0,0)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Autres charges opérationnelles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat opérationnel = EBITA</b>	<b>2,9</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>4,4</b>	<b>6,1</b>
Variation (%)	high	-36,8%	9,0%	21,5%	81,8%	39,6%
Marge opérationnelle (%)	13,5%	10,1%	9,1%	10,8%	15,3%	16,7%
Produits financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Charges financières	(0,8)	(0,4)	(0,3)	(0,0)	(0,4)	(0,5)
Pertes et gains de change et autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Résultat financier net</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(0,5)</b>
<b>Résultat courant</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>4,0</b>	<b>5,6</b>
Produits exceptionnels	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Charges exceptionnelles	0,0	0,0	0,0	(0,2)	0,0	0,0
<b>Résultat exceptionnel</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>(0,2)</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Résultat avant impôts</b>	<b>2,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>4,0</b>	<b>5,6</b>
Impôts	(0,9)	(0,4)	(0,6)	(0,7)	(1,4)	(1,9)
Taux d'imposition	34,6%	30,6%	33,2%	34,3%	34,3%	34,3%
Amortissement des survaleurs	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
<b>Résultat net ensemble</b>	<b>1,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>
Minoritaires	0,0	(0,0)	0,0	0,0	(0,0)	0,0
SME	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>RNPG publié après survaleur</b>	<b>1,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>

Source : Société, estimations CIC Securities

## Analyse du compte de résultat

	2000	2001	2002	2003e	2004e	2005e
<b>Maîtrise des coûts</b>						
Nombre de salariés						
Salaires (m€)	(2,9)	(3,5)	(4,0)	(5,5)	(6,1)	(7,1)
Rémunération moyenne / tête (milliers €)						
Salaires / CA	13,6%	19,5%	18,4%	24,9%	21,6%	19,4%
Dotations aux amortissements / CA	0,2%	0,4%	0,2%	0,6%	0,5%	0,4%
Coût de la dette (produits d'intérêts sur trésorerie)	13,1%	4,7%	7,3%	1,0%	10,7%	9,7%
EBITDA/Charges financières(x)	3,6	4,5	5,8	66,9	11,1	13,3
EBITA/Charges financières(x)	3,6	4,3	5,7	63,2	10,7	13,0
<b>Rentabilité et marges</b>						
CA/Immobilisations corporelles	377,4	99,5	77,8	50,5	43,4	39,6
CA/Immobilisations totales y compris survaleur	18,9	13,5	3,2	3,2	4,0	5,0
CA/Capitaux Employés (nets corrigés)	1,1	1,6	1,4	1,4	1,6	1,7
CA/Capitaux Employés (nets)	1,1	1,6	1,4	1,4	1,6	1,7
Marge d'EBITDA	13,7%	10,5%	9,3%	11,4%	15,8%	17,1%
Marge d'EBITA	13,5%	10,1%	9,1%	10,8%	15,3%	16,7%
ROCE (Capitaux employés nets corrigés)	15,3%	16,1%	12,5%	15,3%	23,8%	28,1%
ROCE (Capitaux employés nets)	15,3%	16,1%	12,5%	15,4%	24,0%	28,3%
Marge nette avant amortissement des survaleurs	7,6%	5,6%	5,2%	6,4%	9,1%	10,1%
RN après survaleur/fonds propres	21,3%	12,2%	7,3%	8,6%	14,7%	18,7%
RN avant survaleur/fonds propres	21,3%	12,6%	7,6%	9,1%	15,1%	19,1%
<b>Analyse de la croissance</b>						
Variation du chiffre d'affaires		-15,7%	21,5%	2,1%	28,4%	27,9%
Variation de l'EBITDA	high	-35,4%	7,2%	26,1%	77,0%	38,5%
Variation de l'EBITA	high	-36,8%	9,0%	21,5%	81,8%	39,6%
Croissance des immobilisations corporelles	high	219,7%	55,2%	57,3%	49,5%	40,1%
Croissance des capitaux Employés	high	-40,0%	40,1%	-0,6%	17,1%	18,4%
Croissance du résultat avant impôts	high	-41,8%	17,6%	27,1%	83,6%	42,1%
Croissance des fonds propres	high	4,3%	88,8%	3,4%	10,8%	12,7%
Résultat-pay out/fonds propres N-1	ns	4,3%	5,5%	3,4%	10,8%	12,7%
Augmentation de capital/fonds propres N-1	ns	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Source : Société, estimations CIC Securities

<b>Bilan</b>						
<b>au 31/12 (m€)</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003e</b>	<b>2004e</b>	<b>2005e</b>
Immobilisations incorporelles hors survaleurs	0,5	0,5	5,3	5,3	5,3	5,3
<i>dont amortissements cumulés</i>				0,0	0,0	0,0
<i>dont immobilisations incorporelles brutes</i>	0,5	0,5	5,3	5,3	5,3	5,3
Survaleurs	0,6	0,6	1,2	1,1	1,1	1,0
<i>dont amortissements cumulés</i>				0,1	0,2	0,2
<i>dont survaleurs brutes</i>						
Immobilisations corporelles nettes	0,1	0,2	0,3	0,4	0,7	0,9
<i>dont amortissements cumulés</i>				0,1	0,3	0,4
<i>dont immobilisations corporelles brutes</i>	0,1	0,2	0,3	0,6	0,9	1,3
Sous total actif immobilisé	1,1	1,3	6,8	6,9	7,0	7,2
Actifs financiers (SME)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres actifs financiers	0,5	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Immobilisations nettes totales	1,6	1,4	7,0	7,1	7,3	7,4
Stock	10,7	7,7	3,7	3,3	4,3	5,5
Comptes clients	0,4	1,0	1,1	1,1	1,4	1,8
Autres créances	8,7	5,8	6,4	6,5	8,4	10,7
Impôts différés	0,0	0,0	3,2	3,3	4,2	5,3
Trésorerie	0,6	2,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Total actif CT	20,5	16,7	17,5	17,4	21,4	26,5
<b>Total actif</b>	<b>22,1</b>	<b>18,0</b>	<b>24,6</b>	<b>24,5</b>	<b>28,7</b>	<b>34,0</b>
Fonds propres part du groupe	6,0	7,0	13,9	14,2	14,7	15,7
Résultat net part du groupe	1,6	1,0	1,1	1,3	2,5	3,6
<i>Intérêts minoritaires</i>	0,0	0,0	0,0	(0,0)	0,0	0,0
Total fonds propres	7,6	7,9	15,0	15,5	17,2	19,4
Provisions	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<i>dont provisions de retraite</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>dont provisions pour autres risques</i>	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Dette LT > 1 an	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Dette CT < 1 an	12,2	5,5	3,1	2,4	3,4	4,5
<i>Sous-total dette financière</i>	12,2	5,5	4,0	3,3	4,3	5,4
Comptes fournisseurs	1,5	4,1	3,6	3,7	4,8	6,1
Autres dettes	0,7	0,5	1,8	1,8	2,3	2,9
<b>Total passif</b>	<b>22,1</b>	<b>18,0</b>	<b>24,6</b>	<b>24,5</b>	<b>28,7</b>	<b>34,0</b>

Source : Société, estimations CIC Securities

## Analyse du bilan

	2000	2001	2002	2003e	2004e	2005e
<b>Maitrise du BFR</b>						
BFR/CA	83,0%	55,5%	41,1%	39,1%	39,1%	39,1%
Stock/CA	50,5%	42,9%	17,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Comptes clients/CA	1,9%	5,6%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Autres créances/CA	41,2%	32,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%
Impôts différés/CA	0,0%	0,0%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Comptes fournisseurs/CA	7,2%	22,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%
Autres dettes/CA	3,5%	2,5%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
<b>Provisions</b>						
Provisions de retraite	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisions pour autres risques	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Endettement</b>						
Dettes nette (m€)	11,6	3,3	0,8	0,2	1,1	2,2
Dettes nette/fonds propres (v valeur comptable)	151,6%	41,6%	5,5%	1,0%	6,3%	11,4%
Dettes nette/fonds propres (v valeur de marché)	16,8%	7,7%	5,7%	0,4%	3,0%	6,1%
Fonds propres/actif	34,5%	44,1%	61,1%	63,3%	59,9%	57,0%
Fonds propres/CE net	40,6%	70,6%	95,2%	99,5%	94,4%	90,1%
<b>Bilan simplifié (m€)</b>						
Capitaux employés nets (basés sur les survaleurs nettes)	18,8	11,3	15,8	15,6	18,2	21,5
<i>dont immobilisations corporelles nettes</i>	0,1	0,2	0,3	0,4	0,7	0,9
<i>dont immobilisations incorporelles hors survaleur</i>	0,5	0,5	5,3	5,3	5,3	5,3
<i>dont survaleurs nettes</i>	0,6	0,6	1,2	1,1	1,1	1,0
<i>dont besoin en fonds de roulement</i>	17,6	9,9	8,9	8,7	11,2	14,3
Immobilisations financières	0,5	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Total</b>	<b>19,2</b>	<b>11,3</b>	<b>16,0</b>	<b>15,8</b>	<b>18,4</b>	<b>21,7</b>
Total fonds propres	7,6	7,9	15,0	15,5	17,2	19,4
Provisions	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Dettes nette	11,6	3,3	0,8	0,2	1,1	2,2
<b>Total</b>	<b>19,2</b>	<b>11,3</b>	<b>16,0</b>	<b>15,8</b>	<b>18,4</b>	<b>21,7</b>
Capitaux employés nets corrigés	18,8	11,3	15,8	15,7	18,4	21,7
<i>dont immobilisations corporelles nettes</i>	0,1	0,2	0,3	0,4	0,7	0,9
<i>dont immobilisations incorporelles hors survaleurs</i>	0,5	0,5	5,3	5,3	5,3	5,3
<i>dont survaleurs brutes</i>						
<i>dont besoin en fonds de roulement</i>	17,6	9,9	8,9	8,7	11,2	14,3
<i>dont autres ajustements</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Source : Société, estimations CIC Securities

## Flux de trésorerie

au 31/12 (m€)	2000	2001	2002	2003e	2004e	2005e
Résultat net retraité	1,6	1,0	1,1	1,3	2,5	3,6
Dividendes reçus des SME	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dotation aux amortissements des immobilisations corporelles	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Amortissements des survaleurs	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Provisions et autres	0,1	0,0	(0,3)	0,0	0,0	0,0
<b>Cash flow</b>	<b>1,7</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,8</b>
Variation du BFR	(17,6)	7,7	4,0	0,3	(2,5)	(3,1)
<b>Cash flow d'exploitation</b>	<b>(15,9)</b>	<b>8,8</b>	<b>4,9</b>	<b>1,8</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>
Investissements industriels nets	0,0	(0,3)	(0,2)	(0,3)	(0,4)	(0,4)
<i>dont investissements de maintenance</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>dont investissements de croissance</i>	<i>0,0</i>	<i>(0,3)</i>	<i>(0,2)</i>	<i>(0,3)</i>	<i>(0,4)</i>	<i>(0,4)</i>
<b>Cash flow libre d'exploitation</b>	<b>(15,9)</b>	<b>8,4</b>	<b>4,6</b>	<b>1,5</b>	<b>(0,1)</b>	<b>0,3</b>
Dividendes	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,8)	(0,9)	(1,4)
Acquisitions, investissements financiers	0,0	(0,4)	(1,5)	0,0	0,0	0,0
Cessions y compris d'actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autre	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de périmètre	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash flow libre net / Variation de la dette nette</b>	<b>(16,5)</b>	<b>7,3</b>	<b>2,5</b>	<b>0,7</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(1,1)</b>

Source : Société, estimations CIC Securities



## Analyse des flux de trésorerie

	2000	2001	2002	2003e	2004e	2005e
<b>Maîtrise des immobilisations</b>						
Amortissement/immobilisations corporelles	75,2%	37,7%	14,2%	31,8%	20,2%	14,9%
Durée de vie moyenne des immobilisations (années)	1,3	2,7	7,1	3,1	5,0	6,7
Investissements industriels/immobilisations corporelles	0,0%	186,0%	76,8%	68,3%	53,3%	43,5%
Investissements industriels/dotation aux amortissements des immobilisations	0,0%	493,9%	542,3%	214,4%	264,3%	292,5%
<b>Retour sur investissement pour l'actionnaire</b>						
Dividendes votés/résultat net	39,6%	66,6%	59,2%	63,4%	61,8%	61,3%
Dividendes versés/cash flow libre	34,8%	60,0%	74,3%	53,7%	31,1%	37,6%
Dividendes versés/fonds propres		8,4%	8,2%	5,6%	5,5%	8,4%
Croissance des fonds propres-impact de l'augmentation de capital		4,3%	88,8%	3,4%	10,8%	12,7%
= Retour sur investissement total		12,8%	97,0%	8,9%	16,3%	21,1%
<b>Analyse de l'EVA</b>						
EBITA (m€)	2,9	1,8	2,0	2,4	4,4	6,1
EBITA après impôts(m€)	1,9	1,3	1,3	1,6	2,9	4,0
Capitaux employés nets corrigés(m€)	18,8	11,3	15,8	15,7	18,4	21,7
<b>ROCE après fiscalité</b>	<b>10,0%</b>	<b>11,2%</b>	<b>8,4%</b>	<b>10,1%</b>	<b>15,6%</b>	<b>18,4%</b>
<i>Taux d'intérêts sans risque</i>	5,4%	5,0%	4,9%	4,1%	4,0%	4,0%
<i>Prime de risque du marché des actions</i>	3,4%	4,6%	5,5%	6,8%	5,0%	5,0%
<i>Prime de risque spécifique société</i>	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
<i>Prime de risque liée à la dette</i>	3,0%	2,0%	1,0%	2,5%	2,5%	2,5%
Coût des fonds propres	10,8%	12,4%	13,7%	15,0%	12,0%	12,0%
Coût de la dette	8,4%	7,0%	5,9%	6,6%	6,5%	6,5%
<b>Coût moyen pondéré du capital (CMPC)</b>	<b>7,6%</b>	<b>8,7%</b>	<b>10,4%</b>	<b>12,3%</b>	<b>10,4%</b>	<b>11,3%</b>
<b>ROCE après fiscalité / CMPC</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>
<b>EVA (m€)</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>
Variation absolue MVA	-115,0	-26,3	-35,5	21,6	-1,7	-2,2
Variation relative MVA	-65,3%	-42,9%	-101,5%	-4 215,6%	-7,9%	-11,2%

Source : Société, estimations CIC Securities

## Données par action et ratios boursiers

au 31/12 (m€)		2000	2001	2002	2003e	2004e	2005e
<b>Retraitements du résultat net (m€)</b>							
RNPG publié après survaleur		1,6	1,0	1,1	1,3	2,5	3,6
RNPG publié avant survaleur		1,6	1,0	1,1	1,4	2,6	3,7
Retraitements		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RNPG retraité avant survaleur		1,6	1,0	1,1	1,4	2,6	3,7
RNPG retraité après survaleur		1,6	1,0	1,1	1,3	2,5	3,6
Nombre de titres à la côte (M)		1,6	1,6	1,6	2,1	2,1	2,1
Nombre de titres dilués (M)		1,6	1,6	1,6	2,1	2,3	2,3
Produit de dilution		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>BPA retraité avant survaleur(€)</b>		<b>1,00</b>	<b>0,62</b>	<b>0,70</b>	<b>0,68</b>	<b>1,15</b>	<b>1,64</b>
Variation (%)		high	-38,2%	13,8%	-3,5%	69,0%	43,0%
<i>Taux moyen de variation annuelle (CAGR estimé)</i>							
BPA retraité après survaleur (€)		1,00	0,60	0,68	0,64	1,11	1,61
CFPA (€)		1,06	0,66	0,54	0,75	1,21	1,70
Dividende par action (€)		0,40	0,40	0,40	0,41	0,69	0,98
Actif net par action (€)		4,70	4,91	9,27	7,43	8,22	9,26
Cours (€)							
	Plus haut	133,3	51,0	26,0	18,0		
	Plus bas	42,0	23,8	8,9	7,5		
	Fin de fiscal	42,5	26,5	9,0	17,5	17,5	17,5
PER							
	Plus haut	ns	82,5x	36,9x	26,5x		
	Plus bas	42,0x	38,5x	12,6x	11,0x		
	Fin de fiscal	42,5x	42,8x	12,7x	25,8x	15,2x	10,7x
P/CF							
	Plus haut	ns	77,2x	48,3x	24,2x		
	Plus bas	39,5x	36,0x	16,4x	10,1x		
	Fin de fiscal	40,0x	40,1x	16,6x	23,5x	14,4x	10,3x
P/FP							
	Plus haut	28,3x	10,4x	2,8x	2,4x		
	Plus bas	8,9x	4,8x	1,0x	1,0x		
	Fin de fiscal	9,0x	5,4x	1,0x	2,4x	2,1x	1,9x
Rendement (cours fin de fiscal)							
		0,9%	1,5%	4,5%	2,3%	3,9%	5,6%

Source : Société, estimations CIC Securities

## Données par action et ratios boursiers (Suite)

		2000	2001	2002	2003e	2004e	2005e
<b>Capitalisation boursière</b>	<b>Plus haut</b>	<b>215,9</b>	<b>82,6</b>	<b>42,1</b>	<b>37,6</b>		
	<b>Plus bas</b>	<b>68,0</b>	<b>38,5</b>	<b>14,3</b>	<b>15,7</b>		
	<b>Fin de fiscal</b>	<b>68,8</b>	<b>42,9</b>	<b>14,5</b>	<b>36,6</b>	<b>36,6</b>	<b>36,6</b>
+ Intérêts minoritaires (valeur de marché)		0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	0,0
+ Provisions pour retraite		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Trésorerie nette / + dette nette		11,6	3,3	0,8	0,2	1,1	2,2
- Actifs périphériques (valeur de marché)		-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
+ hors bilan		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>Plus haut</b>	<b>227,9</b>	<b>86,0</b>	<b>43,1</b>	<b>37,9</b>		
	<b>Plus bas</b>	<b>80,1</b>	<b>41,9</b>	<b>15,3</b>	<b>16,0</b>		
	<b>Fin de fiscal</b>	<b>80,9</b>	<b>46,3</b>	<b>15,5</b>	<b>36,9</b>	<b>38,1</b>	<b>39,0</b>
VE/CA	Plus haut	10,7x	4,8x	2,0x	1,7x		
	Plus bas	3,8x	2,3x	0,7x	0,7x		
	Fin de fiscal	3,8x	2,6x	0,7x	1,7x	1,3x	1,1x
VE/EBITDA	Plus haut	78,3x	45,7x	21,4x	14,9x		
	Plus bas	27,5x	22,3x	7,6x	6,3x		
	Fin de fiscal	27,8x	24,6x	7,7x	14,5x	8,5x	6,3x
VE/EBITA	Plus haut	79,5x	47,4x	21,8x	15,8x		
	Plus bas	27,9x	23,1x	7,7x	6,6x		
	Fin de fiscal	28,2x	25,5x	7,8x	15,3x	8,7x	6,4x
VE/Cash flow libre d'exploitation	Plus haut	ns	10,2x	9,3x	25,1x		
	Plus bas	ns	5,0x	3,3x	10,6x		
	Fin de fiscal	ns	5,5x	3,3x	24,4x	ns	123,7x
VE/CE	Plus haut				2,4x		
	Plus bas				1,0x		
	Fin de fiscal	4,3x	4,1x	1,0x	2,4x	2,1x	1,8x
VE/CE vs ROCE/CMPC		5,7	5,3	0,8	1,9	3,1	2,9

Source : Société, estimations CIC Securities

## Avenir Finance: descente de comptes simplifiée

COMPTES DE RESULTAT (M€)	2001	2002	2003e	2004e	2005e	CAGR05/01
<b>CA</b>	<b>17,9</b>	<b>21,7</b>	<b>22,2</b>	<b>28,5</b>	<b>36,5</b>	<b>19,5%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>4,5</b>	<b>6,2</b>	<b>34,9%</b>
Amortissements & Provisions	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>EBITA</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>4,4</b>	<b>6,1</b>	<b>35,4%</b>
Amortissement de la survaleur	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	
<b>EBIT</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>4,3</b>	<b>6,0</b>	<b>35,5%</b>
Résultat financier net	-0,4	-0,3	0,0	-0,4	-0,5	
Pertes et gains de change & autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
SME	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Résultat exceptionnel	0,0	0,1	-0,2	0,0	0,0	
<b>Résultat avant impôts (EBT)</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>3,9</b>	<b>5,6</b>	<b>40,7%</b>
Impôts	-0,4	-0,6	-0,7	-1,4	-1,9	
<i>Taux d'imposition</i>	<i>30,6%</i>	<i>33,2%</i>	<i>34,3%</i>	<i>34,3%</i>	<i>34,3%</i>	
Minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>RNPG publié après survaleur</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,5</b>	<b>3,6</b>	<b>38,9%</b>
RNPG retraité avant survaleur	1,0	1,1	1,4	2,6	3,7	
<b>FLUX DE TRESORERIE (M€)</b>						
RNPG publié + Minoritaires	1,0	1,1	1,3	2,5	3,6	
Eléments non décaissés	0,1	-0,2	0,2	0,2	0,2	
<b>Cash Flow</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,8</b>	<b>37,6%</b>
Variation du BFR	7,7	4,0	0,3	-2,5	-3,1	
Investissements industriels nets	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	
<b>Cash Flow Libre d'Exploitation (CFLE)</b>	<b>8,4</b>	<b>4,6</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-56,0%</b>
Investissements financiers nets	-0,4	-1,5	0,0	0,0	0,0	
Dividendes	-0,6	-0,6	-0,8	-0,9	-1,4	
Autres (dont augmentation de capital)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Cash flow d'exploitation</b>	<b>7,3</b>	<b>2,5</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,1</b>	<b>R+</b>
NOPLAT	1,3	1,3	1,6	2,9	4,0	
<b>BILAN (M€)</b>						
Immobilisations corporelles nettes	0,2	0,3	0,4	0,7	0,9	
Immobilisations incorporelles (hors surva)	0,5	5,3	5,3	5,3	5,3	
Survaleur nette	0,6	1,2	1,1	1,1	1,0	
Immobilisations financières & autres	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	
<b>Immobilisations nettes totales</b>	<b>1,4</b>	<b>7,0</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>	<b>7,4</b>	<b>52,3%</b>
Besoins Fonds de Roulement (BFR)	9,9	8,9	8,7	11,2	14,3	
Capitaux employés	11,3	16,0	15,8	18,4	21,7	
<b>Fonds propres part du groupe</b>	<b>7,9</b>	<b>15,0</b>	<b>15,5</b>	<b>17,2</b>	<b>19,4</b>	<b>24,9%</b>
Intérêts minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Dette nette</b>	<b>3,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,2</b>	<b>1,1</b>	<b>2,2</b>	<b>-9,6%</b>
Provisions	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Autres						
<b>AUTRES ELEMENTS</b>						
Amortissement cumulé de la survaleur			0,1	0,2	0,2	
Capitaux employés nets corrigés	11,3	15,8	15,7	18,4	21,7	
<b>Capitalisation boursière</b>	<b>56,1</b>	<b>30,4</b>	<b>36,6</b>	<b>36,6</b>	<b>36,6</b>	
Valeur d'entreprise	59,5	31,3	36,9	38,1	39,0	
<b>MARGES ET RATIOS</b>						
<i>Variation du CA</i>	<i>-15,7%</i>	<i>21,5%</i>	<i>2,1%</i>	<i>28,4%</i>	<i>27,9%</i>	
<i>Variation de l'EBITDA</i>	<i>-35,4%</i>	<i>7,2%</i>	<i>26,1%</i>	<i>77,0%</i>	<i>38,5%</i>	
<i>Variation de l'EBIT</i>	<i>-37,7%</i>	<i>8,3%</i>	<i>20,4%</i>	<i>84,4%</i>	<i>40,3%</i>	
<i>Marge d'EBITDA</i>	<i>10,5%</i>	<i>9,3%</i>	<i>11,4%</i>	<i>15,8%</i>	<i>17,1%</i>	
<i>Marge d'EBITA</i>	<i>10,1%</i>	<i>9,1%</i>	<i>10,8%</i>	<i>15,3%</i>	<i>16,7%</i>	
<i>Marge d'EBIT</i>	<i>10,0%</i>	<i>8,9%</i>	<i>10,5%</i>	<i>15,0%</i>	<i>16,5%</i>	
<b>ROCE</b>	<b>11,2%</b>	<b>8,4%</b>	<b>10,1%</b>	<b>15,6%</b>	<b>18,4%</b>	
<b>CMPC</b>	<b>8,7%</b>	<b>10,4%</b>	<b>12,3%</b>	<b>10,4%</b>	<b>11,3%</b>	
<i>Gearing</i>	<i>41,6%</i>	<i>5,5%</i>	<i>1,0%</i>	<i>6,3%</i>	<i>11,4%</i>	
<i>Couverture des frais financiers</i>	<i>4,5</i>	<i>5,8</i>	<i>66,9</i>	<i>11,1</i>	<i>13,3</i>	
<i>Payout</i>	<i>66,6%</i>	<i>59,2%</i>	<i>63,4%</i>	<i>61,8%</i>	<i>61,3%</i>	
<i>CFLE/CE</i>	<i>74,9%</i>	<i>29,5%</i>	<i>9,6%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>1,5%</i>	
<b>RATIOS BOURSIERS</b>						
VE/CA	3,3	1,4	1,7	1,3	1,1	
<b>VE/EBITDA</b>	<b>31,6</b>	<b>15,5</b>	<b>14,5</b>	<b>8,5</b>	<b>6,3</b>	
VE/EBITA	32,8	15,8	15,3	8,7	6,4	
VE/EBIT	33,3	16,2	15,8	8,9	6,5	
VE/CE	5,3	2,0	2,4	2,1	1,8	
<b>ROCE/WACC</b>	<b>1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	
PER (retraité) av. survaleur	56,0	26,6	25,8	15,2	10,7	
P/CF	52,5	34,8	23,5	14,4	10,3	
P/ANPA	7,1	2,0	2,4	2,1	1,9	
Rendement net	1,2	2,1	2,3	3,9	5,6	
<b>DONNEES PAR ACTION (€)</b>						
BPA publié après survaleur	0,601	0,676	0,643	1,201	1,732	<b>30,3%</b>
<b>BPA retraité avant survaleur</b>	<b>0,619</b>	<b>0,704</b>	<b>0,679</b>	<b>1,148</b>	<b>1,642</b>	<b>27,6%</b>
CFPA	0,660	0,538	0,745	1,214	1,702	<b>26,7%</b>
ANPA	4,907	9,266	7,427	8,220	9,264	<b>17,2%</b>
<b>Dividende net/action</b>	<b>0,400</b>	<b>0,400</b>	<b>0,407</b>	<b>0,689</b>	<b>0,985</b>	<b>25,3%</b>

Source : Société, estimations CIC Securities

CIC Securities  
Société de Bourse

6, avenue de Provence  
75441 Paris Cedex 09  
Tél.: 33 (1) 45 96 77 00  
Fax : 33 (1) 45 96 77 88

S.A. au capital de 14 778 498 Euros  
Bureaux à Lille et à Nancy  
RCS Paris B467 501 359

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Elles ne peuvent être diffusées sans notre accord. While the information herein has been obtained from sources we believe reliable, we accept no responsibility or liability in this regard. It may not be circulated without our prior agreement.