

SEVEN EQUITIES

18 av. des Champs Elysées
75008 Paris

ALAIN AFFLELOU

Recommandation : Accumuler

**Eurolist B, CAC Mid, CAC Mid Small
190, CAC Mid100, Next 150, SBF250**

Date : 26/07/05

Notation : ND

Objectif de cours : 25,50€

Cours au 25/07/05 : 24,69€

Capitalisation boursière (K€) : 372 087

Nombre d'actions (04) en millier : 15 070

ANALYSE FONDAMENTALE

Cotation :

Dernier	24,69	Variation sur 1 jour	+0,24%
Ouverture	24,65	Variation sur 5 jours	-0,64%
Clôture veille	24,63	Variation depuis 01/01	+14,84%
+ Haut	24,70	+ Haut (1an)	26,95
+ Bas	24,61	+ Bas (1an)	17,62
Volume	6166	Béta	1,35

Ratios Financiers :

	Avril 03	Avril 04	Avril 05
Dette nette / fonds propres	10,9%	55,6%	30,0%
Rendement des fonds propres ajusté (ROE)	14,8%	15,9%	14,5%(e)
Marge d'exploitation (Résultat d'expl./CA)	26,52%	19,57%	25,00%
Resultat net /CA	19,4%	16,1%	16,0%

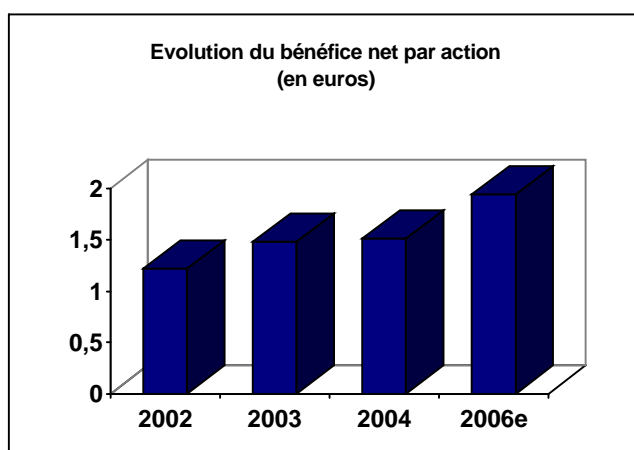
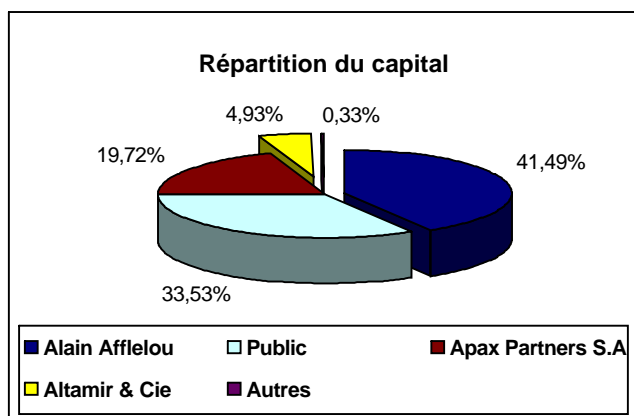
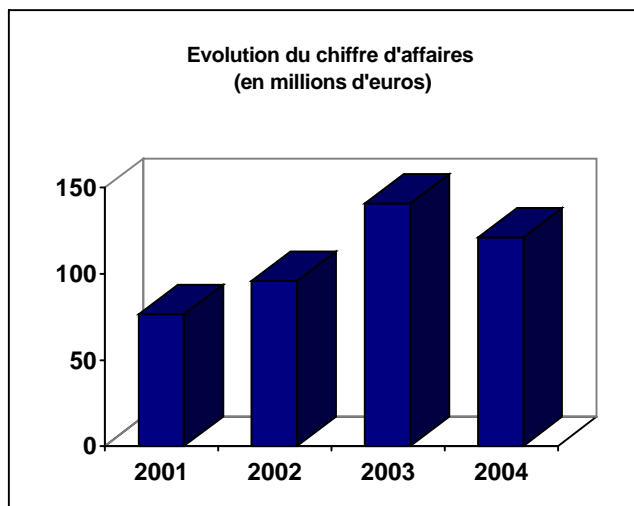
Ratios Boursiers :

	Avril 03	Avril 04	Avril 05	Avril 06e
Bénéfice Net par Action ajusté	1,22	1,48	1,51	1,94
PER	10,0164	12,6	16,4	12,7
Dividendes	0,43	0,43	0,70	0,55
Nombre d'actions au 31/12 (en milliers)	15070	15070	15070	15070

Avis sur la valeur :

Le groupe Alain Afflelou est spécialisé dans la distribution optique. L'enseigne Alain Afflelou est constituée, au 7 juillet 2005, d'un réseau de 721 points de vente. Parmi eux coexistent les enseignes Alain Afflelou (694 magasins répartis entre la France avec 594 magasins, l'Espagne avec 83 boutiques et les autres pays comptent 17 établissements), la nouvelle enseigne plurielles (17 magasins mis en place au cours de l'exercice 2004/2005) positionnée sur le low-cost, et l'enseigne Optique Carrefour, dont la plupart des magasins sont passés sous le nom Afflelou (compte encore 10 magasins). Le CA se ventile entre 3 pôles. La franchise (50,3% du CA) regroupe les redevances de franchise et les droits d'entrée (13,4%), les commissions de référencement et de distribution (7,3%) et les redevances de communication (30,5%). Le pôle succursale (magasins détenus en propre) représente 29,2% du CA. L'activité de détail (20,5% du CA) repose sur la vente de produits Afflelou (sous marque propre et sous licence) aux distributeurs exclusifs (15,7% de négoce et 4,8% de redevances).

Au titre de l'exercice 2004/2005, clos fin avril 2005, les ventes du réseau Alain Afflelou (qui est un indicateur de performance du réseau de magasins et non de la SA Alain Afflelou cotée) ont progressé de 6% en France passant de 464,6 millions d'euros à 492,7 millions d'euros. Les 17 magasins sous l'enseigne Plurielles ont enregistré une croissance moyenne de 1,2% sur le dernier trimestre (à fin avril 2005). Le réseau Afflelou a connu une forte progression de ses ventes en Espagne (+29,4%), ainsi qu'en Belgique et au Luxembourg (+11%). Il est important de rappeler que le chiffre d'affaires d'Alain Afflelou n'enregistre pas les ventes des magasins en franchise, et prends en compte uniquement les magasins détenus en propre. La contribution des franchisés au chiffre d'affaires



d'Alain Afflelou se situe au niveau des diverses redevances et commissions perçues. Dans le détail la société Alain Afflelou perçoit 5 types de revenus associés à son activité de franchiseur. Afflelou gagne de l'argent avec les droits d'entrée (environ 50000€) et une rémunération annuelle de la part du franchisé de l'ordre de 3-4% du chiffre d'affaires. De plus le franchisé a un budget publicitaire obligatoire de l'ordre de 8% de son CA qu'il confie en gestion au franchiseur, permettant à Afflelou de générer une marge sur ce budget d'environ 20%. Au niveau fournisseurs, Afflelou perçoit une commission de l'ordre de 4-5% sur le chiffre d'affaires des fournisseurs. En outre si le produit est distribué exclusivement sous la marque Afflelou, le fournisseur reverse 10-15% de son CA à la société. Enfin Afflelou fait produire des matériels optiques qu'il revend à ses franchisés, générant des marges de l'ordre de 39%. Au cours de l'exercice 2004/2005, les magasins Carrefour Optique ont été cédés à des franchisés, ce qui a entraîné une variation technique d'environ -35 millions d'euros HT sur le chiffre d'affaires enregistré par l'activité succursaliste. Il ressort en baisse de 60,4% à 22,9 millions d'euros. A surface comparable Les ventes des magasins détenus en propre par le Groupe ont progressé en revanche de +2,5% sur l'année. Le chiffre d'affaires franchiseur, coeur de métier d'Alain Afflelou, progresse de 17,2% à 97,4 millions d'euros. Au total le chiffre d'affaires 2004/2005 ressort à 121,2 millions d'euros contre 141 millions d'euros l'année précédente, en retrait de 14%. Concernant la marge brute, la contribution de l'activité franchiseur gagne 15,5% à 50,6 millions d'euros. Les performances des activités de franchise (droits d'entrée et redevances) ainsi que de la centrale de référencement sont traditionnellement en phase avec la croissance des ventes du réseau. La marge brute sur produits exclusifs croît de 21,3%, notamment grâce au succès de la Tercera. Le résultat d'exploitation atteint 30,2 millions d'euros, contre 27,6 millions d'euros précédemment, soit une progression de 10%. Tous les métiers du franchiseur ont amélioré leur contribution au résultat d'exploitation. La marge d'exploitation s'élève à 25% contre 20% l'exercice précédent. Le résultat net après goodwill a légèrement augmenté à 22,8 millions d'euros. La dette nette se situe désormais à 46 millions d'euros, pour un niveau d'endettement sur capitaux propres de 30%, en net recul.

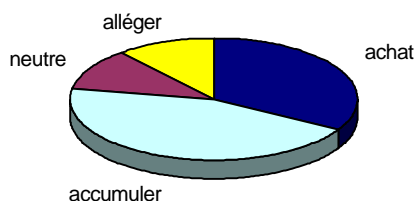
Dividendes :

Un dividende de 0,7€ en progression de 63% sera versé courant octobre 2005.

Objectifs et perspectives :

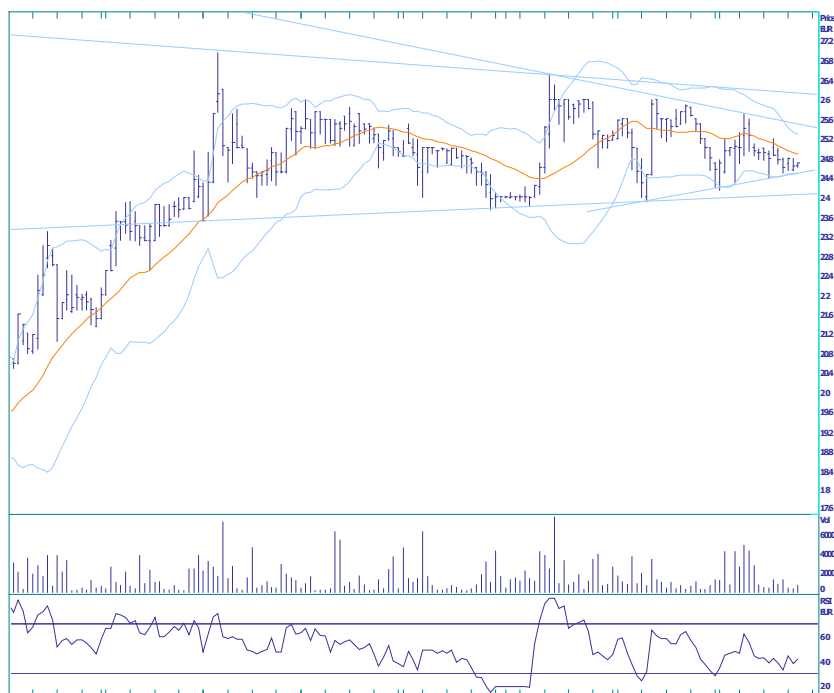
Afflelou s'est refusé à communiquer des objectifs de résultats pour son nouvel exercice. Récemment, le groupe Safilo et Puma ont choisi le réseau Alain Afflelou pour diffuser leur collection 2005, en exclusivité.

CONSENSUS DU MARCHE



Achat :	33,4 %
Accumuler :	44,4 %
Neutre :	11,1 %
Alléger :	11,1 %
Vente :	0 %

ANALYSE TECHNIQUE



ACHAT : OBJECTIF 25,50€

La valeur évolue dans un triangle où la base se situe à 24€ Cependant un support court terme s'est formé à 24,50€ et un rebond semble s'entamer sur ces niveaux.

Les indicateurs techniques donnent des signaux acheteurs à court terme, cependant les volumes restent relativement faibles.

Les bornes bollinger se resserrent et laissent présager un mouvement violent à court terme. De plus la borne inférieure renforce le support à 24,50€

Nous favorisons donc l'achat de cette valeur sur les niveaux de 24,50€ avec pour 1^{er} objectif 25,50€, puis 26€ Nous couperions les positions en cas de rupture des 24€

CONCLUSION

Alain Afflelou a de nombreux atouts, une marque phare, soutenue par une politique de communication importante et bien menée ainsi qu'un business model lui permettant, de part son activité de franchiseur, de toucher des revenus à de nombreuses étapes de la chaîne de valeur. Le développement du réseau Alain Afflelou est permanent et soutient la hausse des ventes qui reste corrélée à la consommation des ménages. De plus la société dégage des niveaux de marge et de rentabilité importants, et maîtrise son endettement. En plus de bien appréhender le comportement du consommateur dont l'acte d'achat allie l'achat intelligent, économique et de plaisir, Afflelou bénéficie de la tendance démographique de fonds en France qui conduit à un vieillissement de la population, ainsi qu'à la tendance à l'achat de lunettes en tant que marqueur social suivant les modes. La visibilité est bonne, nous conseillons d'accumuler la valeur.

Techniquement nous sommes acheteurs sur les niveaux de 24,50€ avec pour 1^{er} objectif 25,50€, puis 26€ Nous couperions les positions en cas de rupture des 24€