

# SEVEN EQUITIES

18 av. des Champs Elysées  
75008 Paris

## BOIRON

**Recommandation : Achat**

**Eurolist B, SBF 250, CAC Mid 100, Eurolist  
compartiment**

**Date : 28/12/05**

**Objectif de cours : 23,30€**

**Cours au 27/12/05 : 21,80€**

**Capitalisation boursière (K€) : 479 731**

**Nombre d'actions en millier : 22 006**

**ISIN : FR0000061129**

### ANALYSE FONDAMENTALE

#### Cotation :

Dernier	21,80	Variation sur 1 jour	+0,28%
Ouverture	21,30	Variation sur 5 jours	-0,91%
Clôture veille	21,74	Variation depuis 01/01	-11,02%
+ Haut	21,80	+ Haut (1an)	25,10
+ Bas	21,51	+ Bas (1an)	19,00
Volume	2018	Béta	0,17

#### Ratios Financiers :

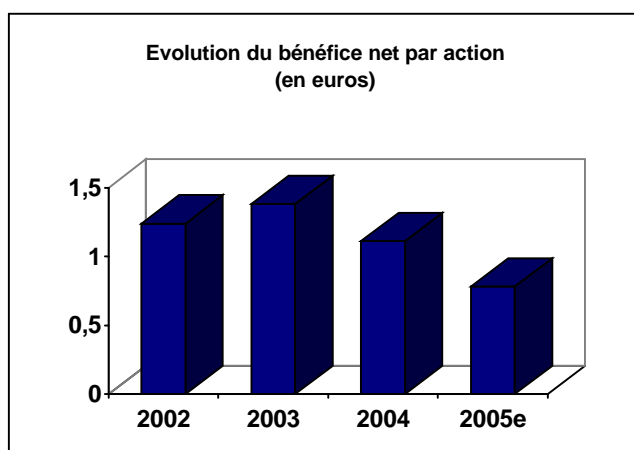
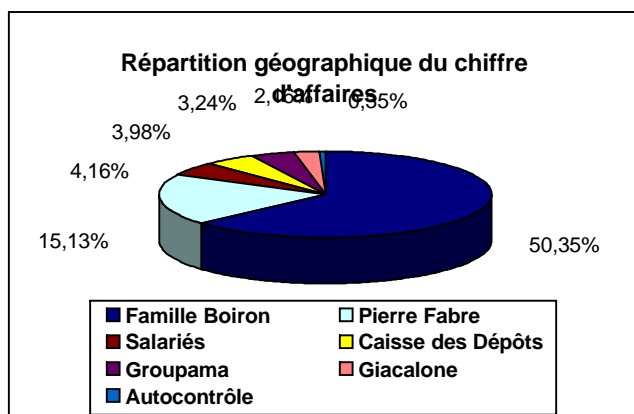
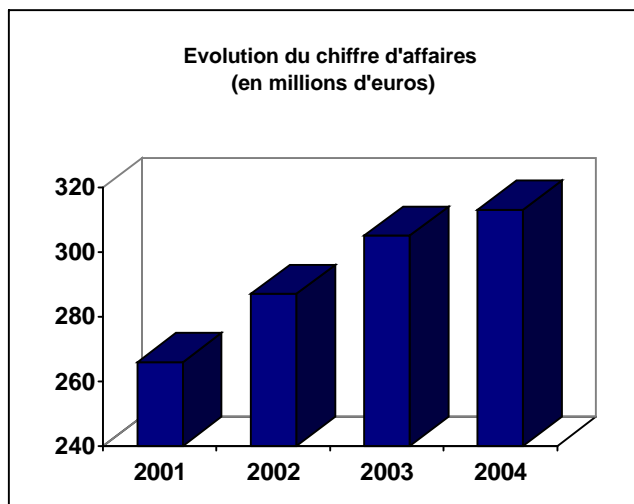
	Dec 02	Dec 03	Dec 04
Dette nette / fonds propres	-29,1%	-23,0%	-25,5%
Rendement des fonds propres ajusté (ROE)	17,0%	17,0%	15,0%
Marge d'exploitation (Résultat d'expl./CA)	12,83%	12,94%	11,03%
Resultat net /CA	8,0%	8,4%	7,1%

#### Ratios Boursiers :

	Dec 02	Dec 03	Dec 04	Dec 05e
Bénéfice Net par Action ajusté	1,24	1,38	1,11	0,78
PER	16,6	13,4	22,0	27,8
Dividendes	0,47	0,52	0,52	0,35
Nombre d'actions au 31/12 (en milliers)	18 672	18672	18672	22006

#### Avis sur la valeur :

Boiron est un laboratoire pharmaceutique spécialisé dans l'homéopathie. Le groupe assure toutes les étapes de préparation pour présenter le plus souvent ses produits sous forme de gélules ou de granulés, soit en tant que produits conseils comme les compléments nutritionnels, dermatopharmacie, oligo-éléments, phytothérapie, bien-être (stress, troubles du sommeil). L'activité se ventile entre deux pôles. Les médicaments homéopathiques à nom commun représentent 63,7% du chiffre d'affaires. Le groupe détient un portefeuille de produits comprenant près de 3 500 souches homéopathiques. Puis, les médicaments OTC destinés principalement au traitement des pathologies hivernales, de l'anxiété et des allergies génèrent 36,3% du chiffre d'affaires global. Présent dans plus de 50 pays, Boiron dispose fin 2004 de 29 laboratoires en France et y réalise 66,4% de son activité. En juin 2005, le groupe prend une nouvelle dimension en fusionnant avec les laboratoires Dolisos, son concurrent direct. Boiron, au 1<sup>er</sup> semestre 2005, connaissait une croissance de 8,22% de son chiffre d'affaires à 162 millions d'euros, contre 149,7 au 1<sup>er</sup> semestre 2004 (+1,8% à périmètre constant). A noter que le chiffre d'affaires consolidé du premier semestre 2005 intègre le chiffre d'affaires réalisé par les filiales internationales de DOLISOS depuis le 1er avril 2005 (à l'exception de la Pologne et du joint-venture Suisse), et le chiffre d'affaires de UNDA depuis le 1er juin 2005. Dans le même temps, le résultat d'exploitation diminuait de 5,88% à 9,6 millions d'euros, marquant une baisse de la marge d'exploitation. Le processus de fusion avec le groupe Dolisos, a amputé le résultat d'exploitation du groupe Boiron de 1,1 million d'euros à cause des filiales internationales moins rentables. Ainsi, le résultat opérationnel des seules activités de Boiron ressort en



hausse de 5% à 10,71 millions d'euros. Le résultat net baissait également de 8,22% pour atteindre 6,7 millions d'euros au 1<sup>er</sup> semestre 2005. Sans la prise en compte de l'activité de Dolisos, le bénéfice de Boiron augmentait de 5%. Au titre des 9 premiers mois de l'année, le spécialiste de l'homéopathie affiche un chiffre d'affaires de 266,14 euros, contre 227,96 euros l'année dernière à la même époque, soit une progression de 16,75% (+0,7% à périmètre constant). La croissance a été particulièrement forte en Amérique du Nord (+54,8%) et en Europe hors France (+30,9%). En effet, le groupe a bénéficié de l'intégration des filiales internationales de Dolisos et de la forte progression de ses ventes en Amérique du Nord, et en Europe. En France, la croissance est plus modérée sur les neuf premiers mois de l'exercice, en hausse de 8,8% à 174,4 millions d'euros. La fusion Boiron Dolisos, effective depuis le 30 juin dernier, va permettre, entre autres, d'augmenter considérablement l'effort de recherche, mais permet déjà de doper le chiffre d'affaires du groupe.

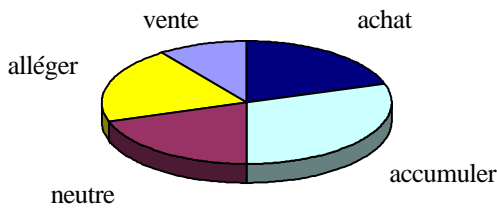
### Dividendes :

Le groupe a versé un dividende de 0,52€ par action le 4 juillet 2005. A la date du 31 décembre 2004, sur la base du nombre d'actions éligibles au dividende, le taux de distribution ressort à 43,8 % du résultat net et le rendement était de 2,12%.

### Objectifs et perspectives :

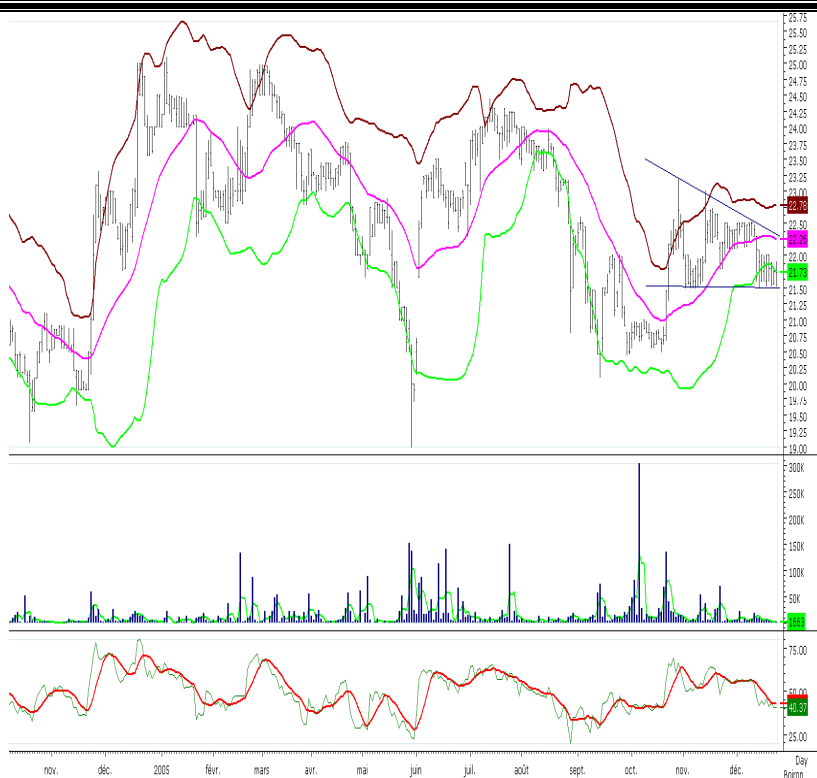
A la suite de la publication des résultats au 3<sup>ème</sup> trimestre 2005, Boiron déclare maintenir ses prévisions de rentabilité pour l'ensemble de l'exercice 2005. Par conséquent, le résultat d'exploitation devrait ressortir à 27 millions d'euros, marquant une baisse de la rentabilité par rapport à l'exercice 2004. Depuis le 30 juin, Bercy et les assemblées générales ont autorisé la fusion Boiron Dolisos. Elle va permettre au groupe d'augmenter son effort de recherche et de développer la communication auprès des médecins, des pharmaciens et du grand public pour montrer les bienfaits de l'homéopathie. Les résultats de Dolisos Suisse seront consolidés dans son périmètre à partir du 1er octobre 2005. Dolisos a été payé plus de 100 millions d'euros en raisonnant en termes de valeur d'entreprise. Jusqu'à maintenant, Boiron n'a pas réellement donné de perspectives précises sur les synergies à venir. Le rapprochement devrait toutefois générer plus de 400 millions d'euros de chiffre d'affaires annuel. Par ailleurs, le groupe fait face à la critique de l'efficacité de ses traitements. The Lancet estime notamment que les preuves de l'efficacité de l'homéopathie sont faibles et que ses effets cliniques sont compatibles avec ceux d'un placebo.

## CONSENSUS DU MARCHÉ



Achat :	20 %
Accumuler :	30 %
Neutre :	20 %
Alléger :	20 %
Vente :	10 %

## ANALYSE TECHNIQUE



### ACHAT: OBJECTIF 23,30€

La valeur teste depuis quelques jours le support de son triangle moyen terme à 21,50€ et semble amorcer un rebond.

Les indicateurs techniques donnent des signaux acheteurs cependant les volumes restent très faibles augmentant ainsi les risques de fausse sortie.

Les bornes bollinger commencent à s'écarter montrant ainsi l'imminence d'un mouvement violent.

Nous favorisons donc l'achat de cette valeur sur les niveaux de 21,50€ et renforcer les positions en cas de rupture des 22,40€ avec pour 1<sup>er</sup> objectif 23,30€ puis 24,30€ Nous couperions les positions en cas de rupture des 21,30€

## CONCLUSION

En juin 2005, Boiron prend une nouvelle dimension en fusionnant avec son concurrent direct, les laboratoires Dolisos. L'effet a été négatif dans un premier temps avec l'intégration des filiales de Dolisos qui ont eu un impact négatif sur la rentabilité globale du groupe. Toutefois, au 3<sup>ème</sup> trimestre, l'effet volume s'est fait nettement ressentir sur le chiffre d'affaires. A terme, nous devrions atteindre des niveaux d'activité de l'ordre de 400 millions d'euros. Plus de 300 millions de patients utilisent ces traitements, et la croissance à venir reste importante. Nous ferons le pari d'un redressement de la rentabilité des filiales et nous conseillons la valeur à l'achat.

Techniquement nous sommes acheteurs sur les niveaux de 21,50€ et conseillons de renforcer les positions en cas de rupture des 22,40€ avec pour 1<sup>er</sup> objectif 23,30€ Nous couperions les positions en cas de rupture des 21,30€