

# SEVEN EQUITIES

18 av. des Champs Elysées  
75008 Paris

## BONGRAIN

**Recommandation : Alléger**

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

**Date : 07/12/05**

**Objectif de cours : 42,05€**

**Cours au: 06/12/05 : 45,69€**

**Capitalisation boursière (K€) : 713 894**

**Nombre d'actions en millier : 15 432**

**ISIN : FR0000120107**

### ANALYSE FONDAMENTALE

#### Cotation :

Dernier	45,69	Variation sur 1 jour	-2,29%
Ouverture	46,25	Variation sur 5 jours	-1,42%
Clôture veille	46,76	Variation depuis 01/01	-14,36%
+ Haut	46,30	+ Haut (1an)	58,90
+ Bas	45,52	+ Bas (1an)	40,85
Volume	31066	Béta	0,57

#### Ratios Financiers :

Dette nette / fonds propres	50,8%	66,1%	69,9%
Rendement des fonds propres ajusté (ROE)	9,5%	9,2%	10,3%
Marge d'exploitation (Résultat d'expl./CA)	3,6%	3,4%	3,5%
Resultat net /CA	1,9%	1,8%	1,9%

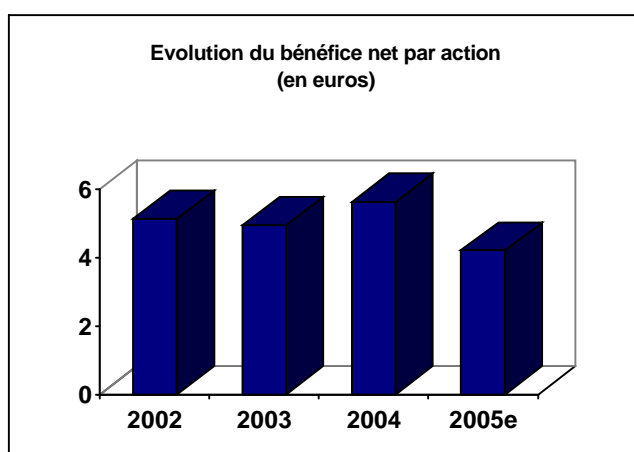
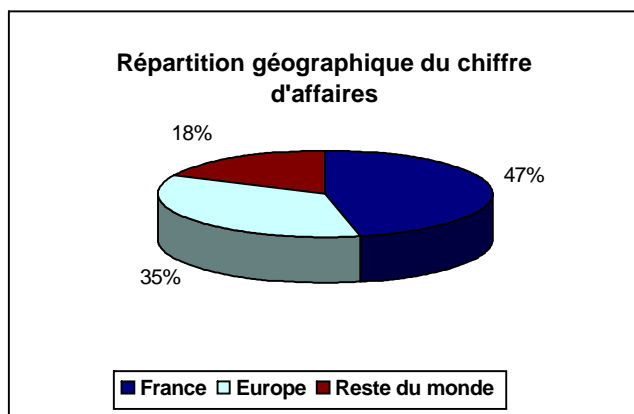
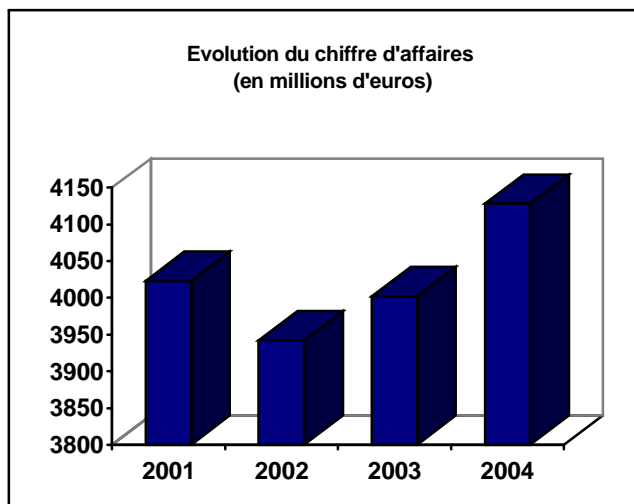
#### Ratios Boursiers :

	Dec 02	Dec 03	Dec 04	Dec 05e
Bénéfice Net par Action ajusté	5,13	4,95	5,63	4,21
PER	8	8,7	9,5	11,0
Dividendes	1,5	1,54	1,60	1,67
Nombre d'actions au 31/12 (en milliers)	15432	15432	15432	15432

#### Avis sur la valeur :

1er producteur mondial de spécialités fromagères grâce à 88 sites de production et 19000 collaborateurs, le groupe Bongrain a également su se diversifier. Le métier historique du groupe, les produits fromagers, reste l'activité principale (60% du CA) à travers les marques Caprice des Dieux, Bresse Bleu, Chavroux, Saint Albray, Saint Agur, Tartare, St Moret, Coeur de Lion, Géramont, Chaumes, Fol Epi, Burgo de Arias. De plus, Bongrain fabrique et commercialise également des produits laitiers industriels (22,3% de l'activité) notamment des beurres techniques et des protéines laitières spécifiques destinés à l'industrie alimentaire, de la diététique et de la santé (n° 1 mondial) et des aliments d'allaitement de bétail. Le groupe propose également une gamme de produits laitiers de grande consommation (15,6% du CA) c'est à dire des laits, des beurres, des crèmes, et des desserts au fromage. En outre, Bongrain propose une activité gastronomique (2,1% de l'activité) par l'intermédiaire de traiteurs comme Potel & Chabot, Saint Clair le Traiteur, Kieffer et Tentation. Si le groupe est très essentiellement développé en France et en Europe, il est également parmi les leaders sur certains marchés étrangers, parmi lesquels l'Allemagne, les Etats-Unis, l'Espagne, l'Argentine et l'Asie. Le chiffre d'affaire qui en découle se ventile entre la France (46,6%), l'Europe (35,3%) et le reste du monde (18,1%).

Le groupe Bongrain a retrouvé une croissance organique positive au troisième trimestre 2005, ce qui semble confirmer la faible reprise de l'activité du premier semestre 2005, après une année 2004 difficile. Le chiffre d'affaires du groupe au terme des neufs premiers mois de 2005 s'établit à 2,435 milliards d'euros, soit une augmentation de 1,6% en glissement annuel. Le groupe avait subi en 2004 des éléments conjoncturels négatifs qu'ils soient ponctuels comme l'appréciation de l'euro, ou qu'ils



perdurent comme la morosité de la consommation en Europe et la nouvelle Politique Agricole Commune. Le groupe a retrouvé une croissance positive de son chiffre d'affaires sur son métier historique des produits fromagers. Malgré cela, les performances du groupe pour le premier semestre 2005 sont très décevantes, pénalisées par les effets de la PAC (baisse des subventions), par l'atonie de la consommation et par la crise de la filière bovine. La hausse de l'activité est limitée à 0,9% sur un an, pour atteindre 1,62 milliards d'euros au premier semestre 2005. Le résultat opérationnel du groupe s'établit à 53,8 millions d'euros, en chute de 20,7% par rapport au premier semestre 2004, pour un résultat net qui ressort à 17,6 millions d'euros, soit une baisse de 48,3% en glissement annuel. La baisse des prix de vente a pesé sur la marge, qui se contracte à 3,3% pour le premier semestre 2005, contre 4,2% à la même période de l'année précédente. En outre, même si son niveau reste raisonnable, l'endettement net du groupe s'est accru de 8,8% en un an.

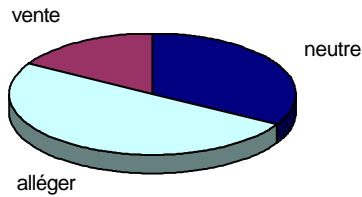
#### **Dividendes :**

Le 10 mai 2005, Bongrain a versé un dividende de 1,60€ par action au titre de l'exercice 2004, ce qui correspond à un rendement de 3,47%.

#### **Objectifs et perspectives :**

Face aux difficultés rencontrées par le groupe et au manque de visibilité à court terme, la prudence était de rigueur quant aux perspectives du groupe. En effet, la fin de l'année 2005 devrait encore subir les éléments défavorables déjà énoncés, l'amélioration n'étant pas attendue avant 2006, date à laquelle les restructurations devraient produire leurs effets. En effet, Bongrain a mis en place une réorganisation visant à améliorer la rentabilité. De plus, le groupe a récemment annoncé un refinancement de sa dette, et souhaite poursuivre ses investissements dans l'innovation de ses produits, dans le but de proposer des produits diversifiés répondant aux attentes de chaque marché. La stratégie du groupe est peu claire, est semble s'appuyer sur la croissance organique. L'endettement du groupe permettrait la poursuite du développement externe, récemment axée sur l'Europe de l'Est et les pays émergents. Cette tendance n'a pas été confirmée, car aucun projet n'a été rendu public et le groupe s'est récemment désengagé en Slovaquie. Bongrain semble vouloir se concentrer sur la croissance interne afin de répondre aux difficultés auxquelles le groupe devra faire face. En effet, le groupe s'appuie sur des grandes marques de plus en plus concurrencées par le hard discount et les marques distributeurs. De plus, le groupe devra également s'adapter à l'importance croissante de la santé dans la branche alimentaire, et à la concurrence croissante dans le secteur.

## CONSENSUS DU MARCHÉ



Achat :	0 %
Accumuler :	0 %
Neutre :	33,3 %
Alléger :	50 %
Vente :	16,7 %

## ANALYSE TECHNIQUE



### VENTE STOP: OBJECTIF 42,05€

La valeur évolue dans un triangle ou deux supports horizontaux se distinguent clairement, à 46,10€ et 45,05€ (bas du triangle).

Les indicateurs techniques ne donnent pas de signaux clairs à court terme et les volumes restent faibles augmentant ainsi les risques de fausse sortie.

Les bornes bollinger se sont resserrées récemment montrant une baisse de la volatilité et un mouvement violent reste probable à court terme en cas de sortie du triangle.

Nous favorisons donc la vente de cette valeur pour les personnes qui en ont en portefeuille dès qu'elle cassera son support à 45,05€ avec un risque de retour dans un 1<sup>er</sup> temps sur la zone des 42€. Nous changerons de recommandation si la valeur revient sur les niveaux de 40€

## CONCLUSION

Leader en France et très présent en Europe, Bongrain connaît une année 2005 difficile au cours de laquelle l'activité progresse faiblement et les performances du groupe sont en baisse. En effet, le résultat d'exploitation, la marge et le résultat net sont en forte baisse, amputés par de nombreux facteurs. Si le secteur de l'alimentaire est peu sensible à la conjoncture, il l'est à la consommation des ménages dont le niveau actuel est faible. De plus, par son exposition à l'étranger, Bongrain est sensible aux effets de change. En outre, des facteurs structurels comme la réforme de la loi Galland et l'évolution de la PAC pourraient continuer à pénaliser le groupe. Les perspectives du groupe sont peu explicites, puisqu'aucun objectif chiffré n'a été communiqué et que la stratégie du groupe principalement (et uniquement ?) basée sur une réorganisation pour accroître la rentabilité, n'assure pas de meilleures performances à court terme. Malgré un niveau de valorisation faible, nous recommandons d'alléger la valeur.

Techniquement nous passerons vendeurs dès que la valeur cassera son support à 45,05€ avec un risque de retour sur les niveaux 42€. Nous changerons notre recommandation sur les niveaux de 40€