

Achat

Objectif de cours	164,00 €
Cours au 31/05/2023	119,00 €
Potentiel	38%

Données valeur

LOUP.PA / LOUP.FP	
Euronext Paris	
Capitalisation (M€)	2 099
Nb de titres (en millions)	17,6
Volume moyen 12 mois (titres)	1737
Extrêmes 12 mois	88,0 € - 121,0 €

Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	10,7%	4,4%	6,3%	25,5%
Perf CAC Small	-0,2%	-0,9%	-7,5%	-10,3%

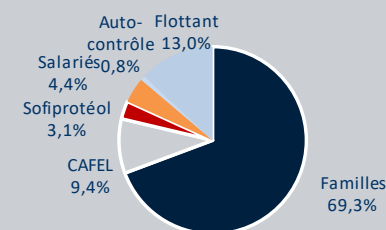
Données financières (en M€)

<i>au 31/12</i>	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
CA	5 846	6 222	6 469	6 741
var %	15,3%	6,4%	4,0%	4,2%
EBE	547	574	597	615
% CA	9,4%	9,2%	9,2%	9,1%
ROC	300	325	338	345
% CA	5,1%	5,2%	5,2%	5,1%
RN	225	250	260	266
% CA	3,8%	4,0%	4,0%	3,9%
Bnpa (€)	12,7	14,2	14,7	15,1
ROCE (%)	17,8%	17,6%	17,7%	17,5%
ROE (%)	12,0%	12,0%	11,4%	10,6%
Gearing (%)	-20,2%	-19,6%	-24,7%	-29,1%
Dettes nettes	-381	-410	-567	-733
Dividende n (€)	2,7	2,8	2,9	3,0
Yield (%)	2,5%	2,4%	2,5%	2,5%

Multiples de valorisation

	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
VE/CA (x)	0,3	0,3	0,2	0,2
VE/EBE (x)	2,7	2,9	2,5	2,2
VE/ROC (x)	5,0	5,1	4,5	3,9
P/E (x)	8,4	8,4	8,1	7,9

Actionnariat

**L'irréductible gaulois**

LDC est le leader de l'industrie de la volaille en France, et un acteur majeur de l'industrie en Europe. Après avoir brillamment navigué dans un contexte 2022 particulièrement difficile pour le secteur (inflation des matières premières, grippe aviaire, pression continue des importations), le groupe rentre dans un nouveau cycle, à l'issue duquel il compte atteindre un chiffre d'affaires de 7 Mds€ (TCAM +3,7%) en 2026. Etant donné les qualités indéniables du modèle, mêlant le dynamisme de la décentralisation à la force du pricing power, et la clarté des relais de croissance (expansion internationale, traiteur), le moment semble opportun pour s'intéresser à une valeur dont la valorisation est bien éloignée de ses fondamentaux. Nous initions LDC avec une recommandation à Achat, et un objectif de cours de 164 € (+38%).

Un acteur dominant son marché

Groupe familial créé il y a plus de 50 ans, LDC est devenu, lentement mais sûrement, l'acteur incontournable de la volaille en France. Avec 40% de parts de marché, et un modèle intégrant toute la chaîne de la valeur, LDC dispose d'une position dominante sur un marché qui n'a plus de secrets pour lui. En découle non seulement une capacité à faire les prix, si besoin est, mais aussi à innover constamment pour garder une, voire deux longueurs d'avance sur ses concurrents.

Un modèle dérisqué et rentable

Avec près de 6 Mds€ de CA au compteur et une marge opérationnelle autour de 5%, LDC dispose de fondamentaux solides et offre un profil de risque relativement faible. Tout ce que fait la société est maîtrisé: de la croissance externe (on en dénombre plus de 50 en autant d'années) pour consolider son marché ou se diversifier, en passant par une gestion radicalement décentralisée et agile. L'alignement d'intérêts entre direction, parties prenantes et actionnaires est également un gage de confiance et offre un repère stable, bienvenu dans un monde versatile.

Des marchés qui recèlent encore du potentiel

Si la consommation de viande est en déclin structurel (montée du véganisme, conscience écologique), celle de volaille, elle, gagne du terrain et possède des atouts: préférée chez les jeunes générations, compétitive sur le prix, moins émettrice de GES, plus de potentiel relatif d'innovation et de «premiumisation». Côté traiteur, l'évolution des modes de consommation tire la croissance d'un marché que LDC surperforme.

Un track record sans faute

Du fait de performances opérationnelles et financières aussi solides que régulières, LDC constitue selon nous une superbe equity story, illustrée par une croissance régulière d'un CA rentable (+8% CAGR 2004-2022), un profil défensif, une génération de FCF qui permet d'acquérir et de (re)distribuer aux actionnaires tout en conservant une trésorerie nette conséquente (380M€ en 2022).

Valorisation: 164 €, recommandation Achat

Nous aboutissons à une valorisation de 164 €/action, obtenue par DCF et méthode des comparables. Avec des multiples fortement attractifs (FCF yield >15%) et décotés (historiques et peers) qui matérialisent la possibilité d'un rerating, une croissance moyenne des BPA de c5% (2023-2026e) et du dividende, la valeur coche un certain nombre de cases. Malgré quelques légers points de vigilance (controverse ESG, manque de « sexy » de l'activité, faible liquidité du titre), LDC offre sans nul doute un couple rendement/risque qui penche du bon côté.



Analyste
Pierre LAURENT
01 44 70 20 78
pl Laurent@elcorp.com



Leader incontesté en France, et acteur majeur à l'échelle européenne, LDC est un poids lourd de l'industrie de la volaille.

Avec plus de 23 000 salariés, plus de 7 000 éleveurs, une centaine de sites industriels et une présence sur l'ensemble de la chaîne de valeur, le groupe joue un rôle essentiel dans le développement de sa filière, mais aussi dans l'accès à la souveraineté alimentaire. LDC a réalisé 5,8 Mds€ de chiffre d'affaires en 2022.

Pourquoi investir dans LDC ?

Une croissance stable et régulière



TCAM 2004/2022:
+8%

Un leader incontesté



Parts de marché en
France: **40%**

Un modèle éprouvé et rentable



5% de marge
opérationnelle
normative

Une capacité d'acquisition et d'intégration



40+ croissances
externes en 50 ans

Un bilan forteresse



Trésorerie nette
2022 : **380 M€**

Une valorisation très attractive



FCF yield 2022:
>15%

Sommaire

THÈSE D'INVESTISSEMENT	4
SWOT	5
GROUPE LDC: UN POIDS LOURD DE L'INDUSTRIE DE LA VOLAILLE	6
QUE FAIT LA SOCIÉTÉ ?	6
UN PEU D'HISTOIRE	6
UN SOLIDE PARCOURS BOURSIER	8
LE MODÈLE OPÉRATIONNEL LDC: L'INTÉGRATION DE LA CHAÎNE DE VALEUR	8
PÔLE VOLAILLE ET AMONT: LE FER DE LANCE DU GROUPE	10
PÔLE INTERNATIONAL: EXPORTER, OU S'ANCRER LOCALEMENT	13
PÔLE TRAITEUR: PÉPITE À POLIR	14
VOLAILLE ET TRAITEUR: DEUX MARCHÉ STRUCTURELLEMENT BIEN ORIENTÉS	15
LA VOLAILLE, UNE TENDANCE À CONTRE COURANT	15
EXCELLENTE DYNAMIQUE SUR LE TRAITEUR	20
POURQUOI S'INTÉRESSER À LA SOCIÉTÉ ?	21
ARGUMENT CLÉ #1: LDC EST UN PRICE MAKER, QUI INVESTIT ET QUI INNOVE	23
ARGUMENT CLÉ #2: UN TRACK RECORD EXEMPLAIRE ET DES FONDAMENTAUX DE QUALITÉ	28
ARGUMENT CLÉ #3: DES INTÉRÊTS PARFAITEMENT ALIGNÉS	33
ARGUMENT CLÉ #4: UN ACTEUR DÉSORMAIS BIEN ENGAGÉ DANS L'ESG	35
PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES	37
DES RÉSULTATS EXCEPTIONNELS, DANS UN CONTEXTE QUI L'EST TOUT AUTANT	37
INFLUENZA AVIAIRE, TOUJOURS UN SUJET	38
UN OBJECTIF DE 7 MDS€ EN 2026/2027	38
PLUS DE CIBLES QU'IL N'EN FAUT	40
QUEL POTENTIEL DE MARGE ?	41
TCAM DES BPA 2023E-2026E: +4,7%	43
FCF: VERS >200 M€ EN NORMATIF ...	43
... QUI FINANCERONT LE M&A ET LE DIVIDENDE	44
VALORISATION ET OBJECTIF DE COURS	45
LE COURS SOUS-PERFORME SON INDICE DE RÉFÉRENCE À 5 ANS	45
DCF = VALORISATION DE 171 €/ACTION	46
APPROCHE PAR COMPARABLES: 157 €/ACTION	47
LDC = 164 €/ACTION (+38%), RECOMMANDATION ACHAT	48
ANNEXES	49

Thèse d'investissement

Une organisation décentralisée et agile, à l'ancrage familial marqué

Avec plus de 50 ans d'histoire, LDC est une société incontournable de l'agroalimentaire français. Le groupe a toujours été dirigé, et contrôlé d'un point de vue capitalistique, par ses familles fondatrices. La culture et les valeurs y sont donc fortes, les intérêts entre toutes les parties prenantes alignés et la raison d'être bien établie. Se mêle à ces éléments un modèle opérationnel qui marche, à la fois 1/ décentralisé et responsabilisant, où l'autonomie et l'initiative sont valorisés et créateurs de valeur, 2/ dans lequel l'ensemble de la chaîne de valeur est couverte, de l'amont à l'aval et 3/ disposant d'une identité locale et engagée. Cette intégration permet de maîtriser les rouages de la filière avicole, et d'en exploiter toutes les synergies internes.

Du pricing power dans toute sa splendeur

Le contexte inflationniste des matières premières de 2022 a été l'occasion de tester la position dominante de LDC. Ce dernier a parfaitement répondu, en parvenant à passer presque l'ensemble des hausses tarifaires nécessaires au maintien de sa marge. Plus généralement, avec le contrôle sur un peu moins de la moitié de la consommation de volaille en France, LDC jouit d'une position dominante face à ses clients, dont la GMS, qui lui laisse une belle marge de manœuvre. Fort de marques à la notoriété puissante (Loué, Le Gaulois, Maître CoQ) et d'une offre à la fois large et de qualité sur toute la gamme, le groupe est armé pour continuer sa longue marche en avant.

Une histoire de croissances

Les deux composantes de la croissance (organique et externe) sont exploitées à bon escient chez LDC. Avec un chiffre d'affaires qui est passé de 1 Md€ en 2004 à presque 6 Mds€ en 2022, le groupe a grandi de manière régulière et constante et n'a jamais connu une année de recul de son CA sur cette période. Une performance à mettre autant au crédit de la progression organique des volumes que du vif succès de l'acquisition et de l'intégration d'une quarantaine de sociétés, à la fois sur la volaille, mais aussi dans la diversification réussie vers le traiteur et la conquête de l'international.

Un temps d'avance sur son marché grâce à l'innovation et à l'investissement

LDC est un leader de tendance, un innovateur du marché de la volaille, ce qui lui permet de garder un précieux écart sur la concurrence. Sous la pression croissante des importations européennes, mi 2010, le groupe a accéléré ses investissements (CAPEX c4-5% CA), remis à neuf son actif et s'est creusé la tête. Avec le développement d'innovations (produits élaborés type prédécoupés, précuits, etc.), LDC a surperformé un marché qui, malgré les croyances, continue de progresser.

Et maintenant ?

Avec une gestion de qualité, un potentiel de développement de marge limité (MOC normative 5%) compensé par un effet taille important, une poursuite de la croissance sur des relais identifiés (international, traiteur, amont, végétal), un plan à 2026 (7 Mds€ de CA) amené à être dépassé, un bilan regorgeant de cash pour les acquisitions (380 M€) et dopé par une génération chronique de FCF, un enjeu ESG adressé de manière cohérente et une valorisation au tapis: toutes les planètes sont alignées pour que le cours de LDC performe dans les mois à venir.

SWOT

Forces

- Plus de 40% de parts de marché sur le segment de la volaille GMS en France
- Des marques fortes, implantées dans le paysage du secteur (Loué, Le Gaulois, Maître CoQ)
- Un actif de production moderne et bien investi
- Une capacité d'innovation (130 personnes en R&D)
- Un modèle simple, éprouvé et efficace
- Un acteur incontournable pour les éleveurs français
- La stabilité d'un actionariat familial et long terme

Faiblesses

- Un cœur de métier qui peut manquer d'attractivité
- Une perception de l'entreprise à moderniser
- Un potentiel d'expansion des marges relativement limité
- Une maturité de marché (en particulier celui de la volaille) difficile à estimer
- Faible liquidité du titre

Opportunités

- Des relais de croissance clairs sur le traiteur et l'international (développement organique et M&A)
- La consommation de volaille est en croissance, à l'opposé de celle des autres viandes
- Du potentiel sur le RHD et le PAI, notamment face aux importations
- Position de trésorerie largement excédentaire pour financer la croissance
- De forts progrès sur le bien être animal, à développer encore davantage

Menaces

- L'élasticité de la demande de volaille pourrait s'accroître à un certain palier de prix
- Pression de la GMS sur les prix et bataille de marges
- Pas de contrôle sur le prix des intrants (alimentation animale)
- Décalages entre une partie des hausses de coûts et hausses de tarifs
- Grippe aviaire, conditions météorologiques
- Risque de controverse ESG évident

Groupe LDC: un poids lourd de l'industrie de la volaille

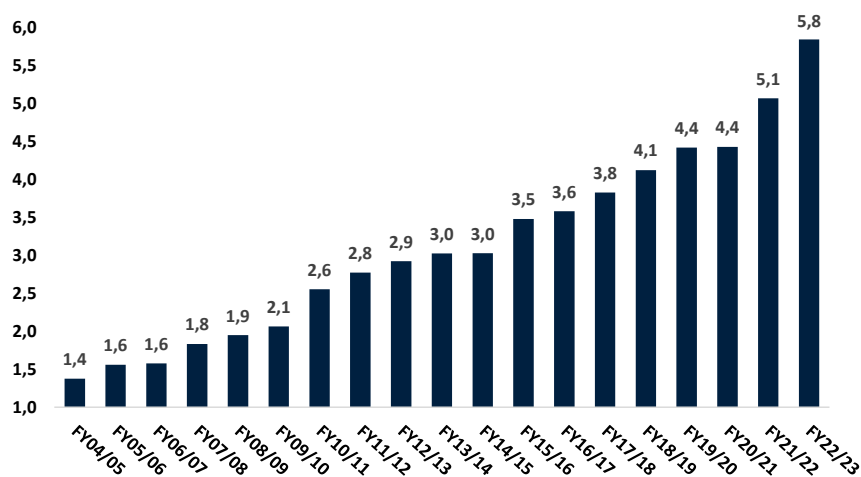
Que fait la société ?

Fondé en 1968, LDC (ou LDC, pour Lambert, Dodard et Chancereul, les trois familles fondatrices) est un leader de l'agroalimentaire spécialisé dans l'industrie de la volaille et basé à Sablé-sur-Sarthe. La société, qui réalise près de 6 Mds€ de chiffre d'affaires annuel, est le numéro 1 du secteur en France et est aussi un acteur qui compte à l'échelle européenne. Organisé autour de trois pôles (volaille, traiteur, international), LDC est présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur du produit, de l'amont (collecte de céréales, accoupage, organisation de la production) à l'aval (abattage, découpe, distribution et commercialisation).

D'une base historique autour de l'achat/abattage de volaille en France, LDC a progressivement diversifié ses activités, non seulement d'un point de vue géographique (développement en Pologne, Hongrie, Belgique, Royaume Uni) mais aussi de celui des produits, avec le lancement progressif d'une activité traiteur (plats préparés frais, surgelés) et de nombreuses innovations (produits découpés ou élaborés) sur son cœur de métier. Plus connu sous ses marques (Loué, Le Gaulois, Maitre Coq, Marie), le groupe est un poids lourd du secteur dans l'hexagone: il emploie plus de 23 000 personnes, travaille avec plus de 6 000 éleveurs sur le sol français et compte pour plus de 40% de parts de marché sur le segment de la volaille en GMS (Grandes et Moyennes Surfaces).

LDC a connu une croissance stable et régulière tout au long de son histoire, à la faveur d'une solide dynamique organique et d'une politique d'acquisition intense. Avec plus de 50 croissances externes en un demi-siècle, LDC est un « serial acquéreur », ce qui lui a notamment permis de générer un TCAM de près de +8% sur les 20 dernières années. En d'autres termes, le groupe est passé d'un chiffre d'affaires supérieur à 1 Md€ en 2004 à un chiffre d'affaires se rapprochant des 6 Mds€ en 2022.

Chiffre d'affaires 2004-2022 – TCAM 8% (Mds€)



Sources: Société, Euroland

Un peu d'histoire

Groupe familial par excellence, LDC tire ses origines au début du siècle dernier avec le ramassage par la famille Lambert de volailles vivantes dans les fermes sarthoises, volailles destinées au plumage. En 1968, la société est officiellement créée et devient une entreprise multifamiliale, née du rapprochement de familles concurrentes de la région: les Lambert, les Dodard et les Chancereul.

L'activité de l'entreprise est alors centrée autour de l'achat et l'abattage de volailles. Dès le début des années 1980, LDC fait le choix de la croissance externe pour conquérir de nouvelles régions avicoles françaises et se lance dans la découpe à travers une marque encore présente dans nos rayons, Le Gaulois. Le groupe va ensuite peu à peu se diversifier, en réponse aux attentes des consommateurs, avec des produits plus innovants (cordons bleus, confits, charcuterie de volaille). En 2001, LDC se rapproche d'un spécialiste de l'amont, Huttepain, afin d'intégrer ces métiers (accoupage, organisation de la production, stockage de céréales, œufs de consommation) à son modèle puis réalise sa première acquisition majeure à l'international en 2001 avec le rachat de Drosed en Pologne. En 2009, LDC absorbe Marie, acteur majeur dans les plats cuisinés, et lance son pôle traiteur. Les acquisitions continueront ensuite au fil de l'eau, dont certaines particulièrement notables (Tranzit en Pologne, 108 M€ de CA, en 2018, Ronsard, alors 4ème sur le marché français, 120 M€ de CA, repris en 2021...).

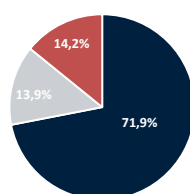
Historique de développement

1968	Fusion de 2 sociétés en Pays de la Loire
1995	Introduction en Bourse
2001	Rapprochement avec l'entreprise Huttepain: les débuts de l'amont
2005	La société dépasse 1,5 Mds€ de chiffre d'affaires
2009	Acquisition de Marie (Traiteur) et d'Arrivé (détenteur de la marque Maître Coq)
2015	Reprise des activités d'abattage et de produits élaborés de Sofiprotéol (filiale du Groupe Avril) et lancement de SBV (Société Bretonne de Volaille), filiale destinée à reconquérir les volumes des importations
2018	Acquisition de 70% de Tranzit, en Pologne (108 M€ de CA)
2019	Expansion en Belgique
2021	Entrée sur le marché britannique avec l'acquisition de Capestone (32 M€ de CA) Rachat du Groupe Ronsard, 4ème acteur du marché de la volaille en France, auprès d'Eureden
2023	LDC publie un chiffre d'affaires annuel de 5,8 Mds€

Sources : Société, Euroland

Ce développement, à la fois rapide et constant, a permis au groupe de structurer et d'organiser son activité autour de trois pôles: l'activité volaille et amont (72% du CA groupe 2022/2023), l'international (14%) et le traiteur (14%), que nous détaillons plus tard. A noter, les activités volaille et amont et traiteur englobent une part du chiffre d'affaires réalisée à l'export.

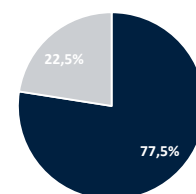
Mix activités LDC, 2022/2023 (%)



■ Volaille et amont ■ International ■ Traiteur

Sources: Société, Euroland

Mix géographique LDC, 2022/2023 (%)



■ France (%) ■ International (% - dont export)

Sources: Société, Euroland

Un solide parcours boursier

Introduite en bourse sur le second marché en 1995, LDC est une valeur historique de la cote parisienne. La progression du cours depuis cette période est à l'image du développement opérationnel de l'entreprise et de ses fondamentaux économiques: réguliers et constants. En près de 30 ans, la qualité de la gestion et la régularité des performances du groupe lui ont permis d'afficher un parcours très solide (à noter, deux divisions par deux du nominal de l'action en 2001 et en 2016 afin d'accroître la liquidité et l'accessibilité du titre). Le cours, depuis l'introduction, a progressé de plus de 600% et de plus de 10x dividendes réinvestis. La capitalisation boursière de la société dépasse, à l'heure actuelle, les deux milliards d'euros.

Performance boursière LDC, de 1995 à aujourd'hui (€)

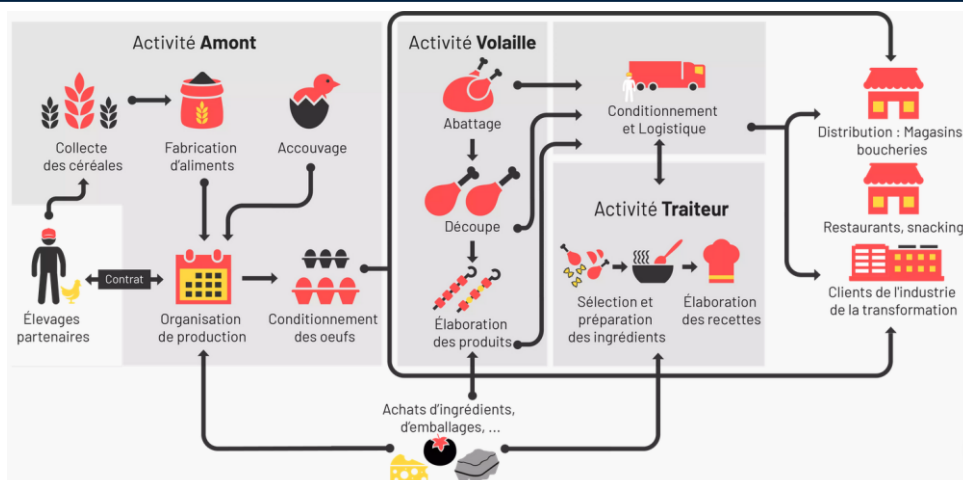


Sources: Factset, Euroland

Le modèle opérationnel LDC: l'intégration de toute la chaîne de valeur

La force et la singularité du modèle opérationnel du groupe réside dans trois éléments déterminants: 1/ une relative simplicité étant donné la taille de la top line, 2/ une organisation décentralisée, structurée autour de filiales autonomes, proches du terrain, privilégiant de fait la souplesse et la créativité à la lourdeur d'un groupe industriel traditionnel et 3/ la présence sur l'ensemble de la chaîne de valeur, garante d'une compréhension fine des enjeux de la filière avicole, mais aussi de synergies économiques évidentes.

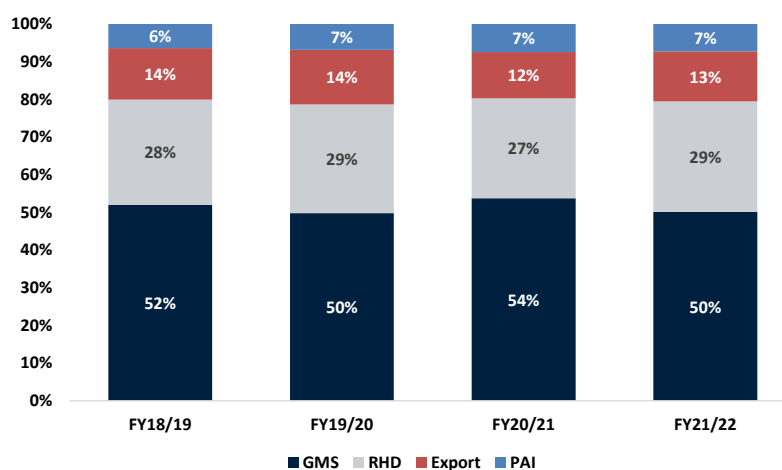
Organisation et activités du groupe



Source: Société

A travers ses différents pôles, LDC gère ainsi plus de 100 sites industriels (26 pour l'amont, 51 pour la volaille, 14 pour l'international et 12 pour le traiteur), certains servant comme abattoir et lieu de découpe de la volaille, d'autres comme unité de fabrication de produits élaborés ou de plats préparés pour le traiteur. Le modèle très « éclaté » et horizontal du groupe, au plus près des élevages et du client, est une de ses principales forces. Avec une quinzaine de plateformes, la logistique du groupe est également parfaitement maîtrisée et constitue un atout majeur qui lui permet d'adresser une typologie variée de clients: la GMS (et un peu de hard discount), mais aussi la RHD (Restauration Hors Domicile, comme la restauration collective ou individuelle) et le segment PAI, regroupant des industriels. Si, dans le passé, la GMS a représenté jusqu'à 75% du CA du groupe, le mix-clients de LDC apparaît aujourd'hui comme plus équilibré, stable et moins tributaire de la grande distribution.

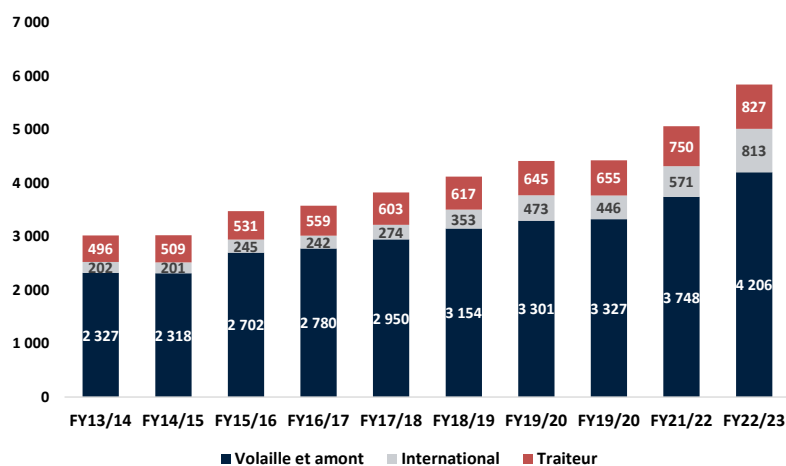
Mix clients en valeur, 2018-2021 (%)



Sources: Société, Euroland

Par ailleurs, au cours des dix dernières années (notre horizon de temps en matière de modélisation), le groupe a connu une croissance soutenue et généralisée sur ses trois segments d'activité. LDC a réalisé, en 2022/2023, plus de 4,2 Mds€ de chiffre d'affaires sur le pôle volaille (dont l'amont), et plus de 800 M€ sur le traiteur et sur l'international, respectivement.

Evolution absolue du CA par activité, 2013-2022 (M€)



Sources: Société, Euroland

Pôle volaille et amont: le fer de lance du groupe

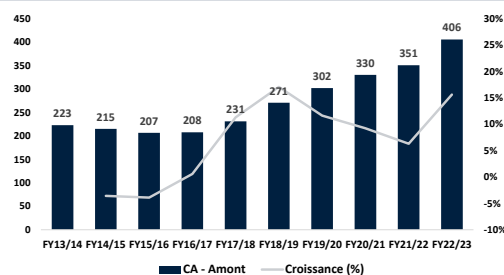
L'amont

Initié par le rapprochement, au début des années 2000, avec les dirigeants du groupe Huttepain, le développement de la filière amont de LDC a permis 1/ d'acquérir un savoir faire considérable en matière d'organisation de production de volailles vivantes depuis l'accoupage, de production d'œufs de la part des poules pondeuse, de la fabrication d'aliments et 2/ de développer une offre 100% française, avec une traçabilité des produits renforcée, dans laquelle le consommateur se retrouve.

Le groupe travaille ainsi avec plusieurs milliers d'éleveurs sur la base d'un système de contractualisation, qui permet de sécuriser à l'avance leurs revenus. Ce système peut prendre deux formes: soit LDC met en place le poussin et l'alimentation chez l'éleveur puis le rémunère une fois la volaille arrivée à maturité, soit LDC vend le poussin et l'alimentation avec un prix de rachat fixé à l'avance. La contractualisation est renforcée par un accompagnement individuel, permettant de garantir un suivi optimal et par une organisation de la production poussée (planification des élevages, garantie des prix, revue des contrats...). Nous estimons que l'amont représente environ 40% des approvisionnements du groupe, le reste étant fourni par des coopératives externes, ce qui permet d'avoir un modèle intégré et solidement maîtrisé.

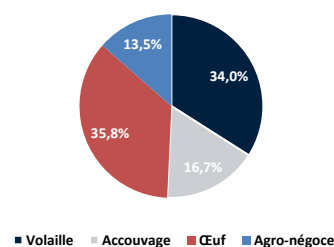
Le chiffre d'affaires « amont » est réparti en plusieurs catégories: volaille (vendue à des tiers), accoupage (poussins vendus à des tiers), œufs de consommation, et agro-négoce (collecte et stockage de céréales). Il a atteint 406 M€ en 2022/2023, et est majoritairement dominé par la vente de volailles et d'œufs. Sur les œufs, LDC a d'ailleurs procédé au rachat de Matines en 2022 (CA: 43 M€ pour un volume de 250 millions d'œufs) avec l'idée de renforcer sa position de leader sur le segment de l'œuf « alternatif » (tout ce qui n'est pas élevé en cage: label rouge, bio, plein-air, sol). Le groupe est le leader du marché sur le segment des œufs Label Rouge et bios. Globalement, le segment croît de manière régulière depuis dix ans et constitue un rouage essentiel du système LDC, porté principalement par les ventes d'œufs en GMS et d'ovoproduits (GMS mais aussi RHD).

Evolution CA amont, 2013-2022 (M€)



Sources: Société, Euroland

Mix amont, 2021/2022 (%)



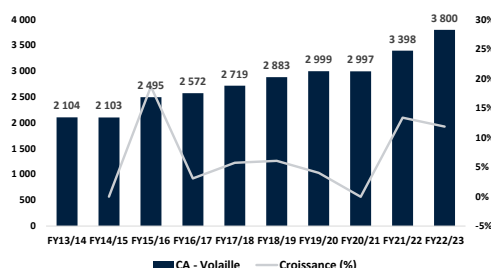
Sources: Société, Euroland

La volaille

Le pôle volaille est le cœur du réacteur. Au cours du temps, l'activité a très fortement évolué vers la découpe et la fabrication de produits élaborés, en réponse aux évolutions des modes de consommation. Avant de devenir un acteur européen, le groupe a d'abord fait le choix de s'imposer comme un incontournable sur le marché français de la distribution, puis de la restauration et de la transformation pour reconquérir les volumes perdus aux dépens de l'importation (nous revenons sur ce point plus loin dans l'étude).

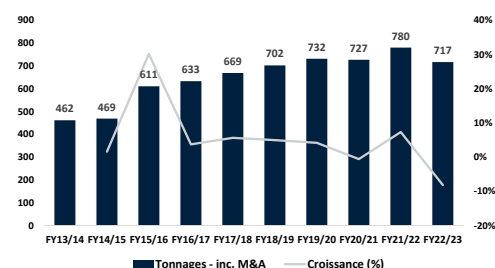
Avec une croissance annuelle moyenne de +7% par an (post acquisitions), le chiffre d'affaires du pôle atteint pratiquement les 4 Mds€ en 2022, contre un peu plus de 2 Mds€ en 2013, porté en partie par la croissance des tonnages commercialisés (les volumes), qui ont atteint plus de 700k tonnes en 2022.

Evolution CA volaille, 2013-2022 (M€)



Sources: Société, Euroland

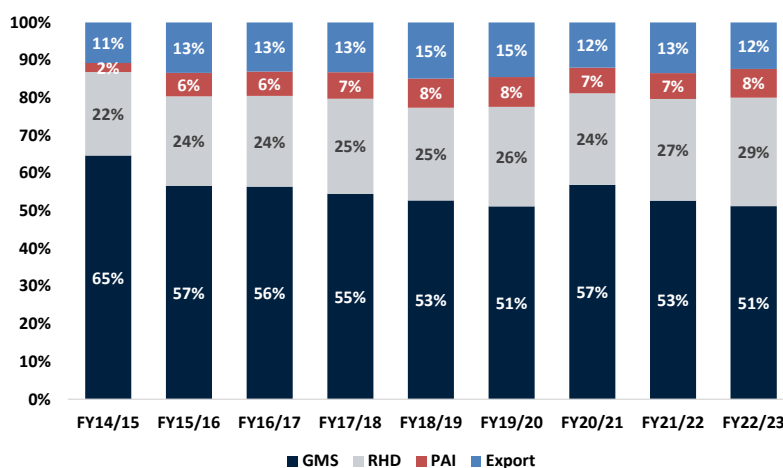
Volumes volailles, 2013-2022 (k tonnes)



Sources: Société, Euroland

Sur ce pôle, LDC a également bien rééquilibré son mix-clients à travers le temps. En moins de dix ans, la part du CA volailles réalisé sur la GMS (hors co-produits) est passée de 65% à un peu plus de 50%, malgré de forts gains de parts de marché auprès de la grande distribution.

Mix-clients, CA volaille, 2014-2022 (%)



Sources: Société, Euroland



La dynamique de croissance que connaît LDC sur le segment de la volaille est multifactorielle. D'une part, la qualité est au rendez-vous: le groupe occupe la première place de la volaille labellisée en France et a su se bâtir une notoriété en capitalisant sur une production de qualité supérieure et reconnue, à la fois.

Après avoir décroché trois des labels nationaux, le groupe a développé une expertise locale et a gagné plusieurs labels régionaux à travers différentes acquisitions. Ces dernières sont ancrées dans le terroir français et valorisent chacune une spécificité régionale. Elles s'identifient par le Label Rouge et une A.O.C. (Appellation d'Origine Contrôlée). Le Label Rouge est un signe de qualité supérieure, reconnaissance délivrée par le Ministère de l'Agriculture. LDC exploite ainsi les labels Loué (leader du Label Rouge), Landes (second bassin du Label Rouge), Bresse (AOC), Ardèche, Bretagne, Auvergne...

D'autre part, LDC a développé des marques nationales extrêmement fortes: Loué, Le Gaulois, Maître CoQ. mais aussi Poule et Toque sur la RHD. Chacune de ces marques dispose de sa propre identité visuelle, d'un positionnement bien précis dans la gamme du groupe et d'une notoriété très élevée. La volaille LDC, ce n'est pas seulement une volaille de qualité, c'est aussi une volaille identifiée, bien marketée et qui constitue un socle solide dans les habitudes de consommation du client, sans risque de cannibalisation entre les marques. Selon nos estimations, la marque représente plus de 70% des ventes du groupe en GMS, le reste étant des ventes pour la MDD (Marque de Distributeur).

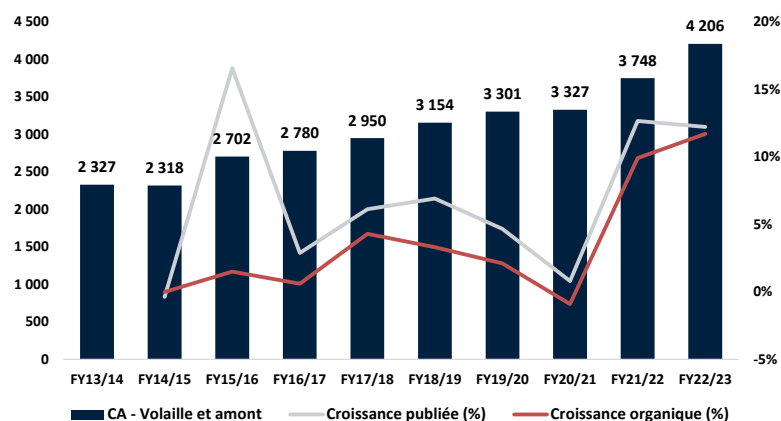
Les marques nationales LDC

			
Poulet fermier LR, bio ou IGP	Poulet 100% français avec céréales françaises	Poulet nourris aux graines	Volaille française au service de la RHD
1 050 éleveurs 28 M de volailles 25 M boîtes d'œufs	2 000 éleveurs	1000 éleveurs	1 200 éleveurs
94% de notoriété assistés	84% de notoriété assistés	>75% de notoriété assistés	>90% de notoriété estimée
Marque B2C	Marque B2C	Marque B2C	Marque B2B réseaux RHD et PAI
			

Sources: Société, Euroland

L'ensemble du segment (volaille et amont) affiche ainsi de beaux fondamentaux sur la décennie, avec une importante croissance LFL (organique) d'un côté, et de l'autre, une contribution positive des différentes acquisitions sur le périmètre.

CA volaille et amont, 2013-2022 (M€)



Sources: Société, Euroland

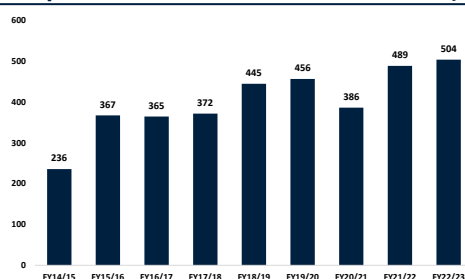
Pôle international: exporter, ou s'ancrer localement

Présent depuis le début des années 2000 en Pologne, puis en Hongrie, Belgique et Espagne à la suite de différents rachats, LDC connaît une forte expansion hors des frontières françaises depuis plus de vingt ans. Ce développement du groupe à l'international repose d'abord sur la volonté de valoriser les territoires, les filières et les spécialités locales. Il repose par ailleurs sur un double objectif: commercialiser les spécialités à l'export (depuis la France vers d'autres pays, ou depuis l'international vers des pays dans lesquels LDC n'est pas implanté) et étendre la couverture internationale par la voie de l'ancrage local.

L'export

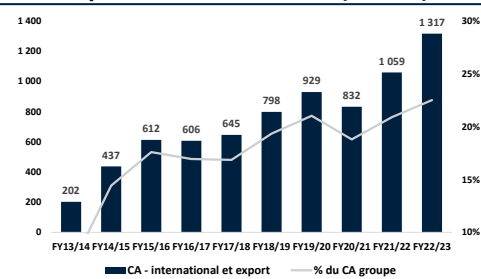
Le groupe commercialise une partie de ses spécialités volaillères françaises, polonaises et hongroises sur le marché international, qui regorge de débouchés pour les produits LDC. Le service export du groupe est organisé autour d'une structure par pays et est géographiquement proche de ses sites de production. Si l'on exclut le CA international, le chiffre d'affaires issu de ce canal est en constante augmentation depuis dix ans, et a connu une croissance annuelle moyenne supérieure à 10% depuis 2014 pour atteindre plus de 500 M€ en 2022. En intégrant les ventes de l'international, le CA réalisé par LDC hors de l'hexagone dépasse le milliard d'euros en 2021, soit plus de 20% des ventes du groupe, contre moins de 7% en 2013.

CA export France et traiteur, 2014-2022 (M€)



Sources: Société, Euroland

CA Europe et mix, 2013-2022 (M€, %)



Sources: Société, Euroland



L'ancrage local

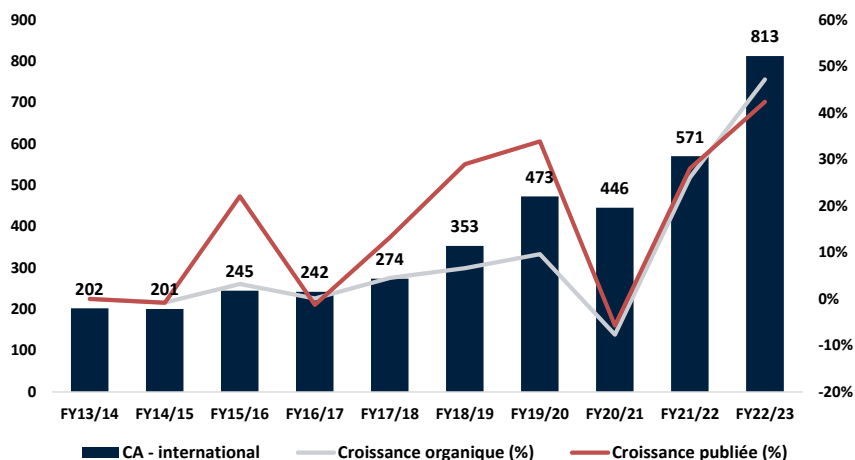
Le deuxième relai de croissance du groupe à l'international passe par une stratégie d'implantation locale, dans des pays où les marchés de consommation sont porteurs et les fondamentaux économiques solides (croissance du pouvoir d'achat, richesse de la filière agricole et de l'amont...). LDC a toujours poussé son modèle « Né, élevé et transformé localement » en le dupliquant à de nouvelles zones. L'implantation passe, très souvent, d'abord par l'acquisition d'acteurs locaux, pour ensuite privilégier le développement organique. Le groupe a procédé, dans son histoire récente, aux croissances externes suivantes:

- Pologne: Drosed (2001), Drop et Polpasz (2005)
- Hongrie: Tranzit (2018) et Marnevall (2020)
- Belgique: Kiplama (2019)
- Grande Bretagne: Capestone (2021)

Nous estimons qu'à l'heure actuelle, LDC est le quatrième acteur le plus important du marché de la volaille en Pologne et le troisième en Hongrie. Côté mix, les ventes du groupe sont bien

équilibrées entre les différents canaux de distribution, avec une part importante dédiée à l'export. En 2022, ce dernier représentait 43% des ventes du pôle, contre 24% pour la RHD et 33% pour la GMS. En matière de croissance, la contribution du M&A a fortement nourri le CA du pôle jusqu'en 2019.

Chiffre d'affaires international, 2013-2022 (M€)



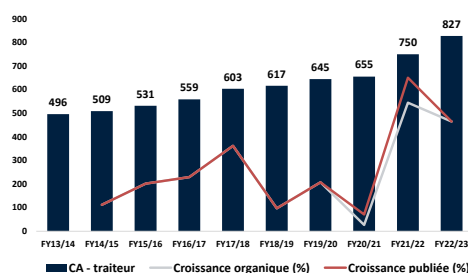
Sources: Société, Euroland

Pôle traiteur: pépite à polir

Désireux de diversifier son activité vers un métier complémentaire de celui de la volaille et fort de son expérience acquise, LDC s'est lancé il y a quelques années sur les produits traiteurs. Sur un marché très concurrentiel, où les taux de croissance sont relativement plus importants et la valeur ajoutée plus forte, le groupe a entre autres racheté la Toque Angevine en 1994, Agis en 2005, puis Marie en 2009, une des plus belles marques des rayons traiteurs des grandes enseignes. Complétée par la marque Traditions d'Asie, l'offre traiteur LDC couvre une large gamme de produits (plats cuisinés, pizzas, sandwiches...), qu'ils soient frais ou surgelés, commercialisés à travers les marques propres du groupe ou les MDD. Nous estimons que LDC Traiteur est, toutes marques confondues, le deuxième acteur le plus important du marché.

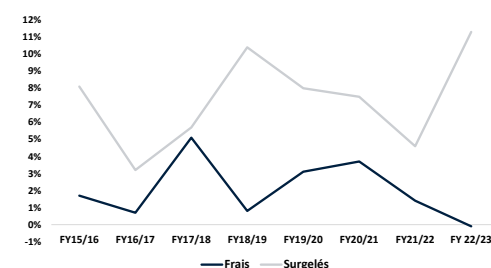
A date, le traiteur frais représente près de ¾ du CA du segment en valeur (et les plats cuisinés, 40% de cette portion) et le traiteur surgelés le reste (60% de part pour les plats cuisinés). Nous estimons que sur le frais, LDC est présent sur environ 55% de la gamme de produits et plus de 70% de la gamme du surgelés. Après des débuts un peu difficiles suite au rachat de Marie, dont le redressement a pris plus de temps que prévu, le segment a connu une progression régulière et représente à présent un autre foyer de développement important pour le groupe, qui surperforme pratiquement chaque année la croissance du marché, qu'elle soit calculée en volume (de 2015 à 2018) ou en valeur (de 2019 à 2022).

Chiffre d'affaires traiteur, 2013-2022 (M€)



Sources: Société, Euroland

Surperformance traiteur, 2015-2021 (%)



Sources: LSA, Euroland

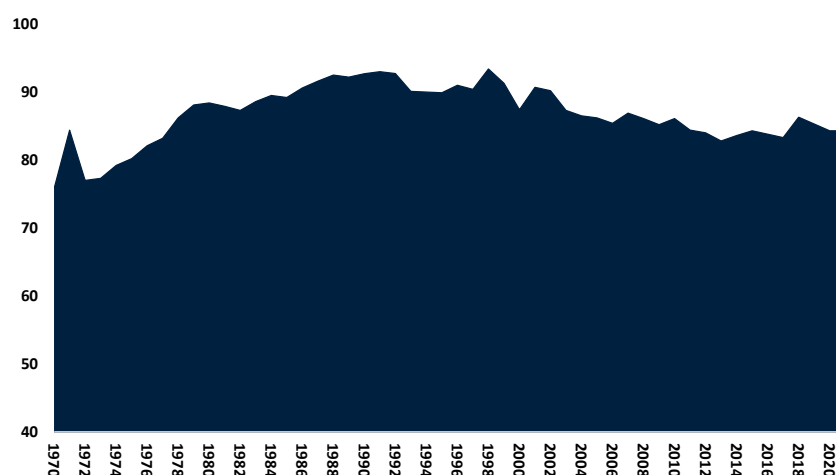
Volaille et traiteur: deux marchés structurellement bien orientés et en développement

La volaille, une tendance à contre-courant

Une consommation française de viande en déclin... et de volaille, en hausse

La consommation individuelle de viande en France connaît un lent recul depuis plusieurs années. En cause, plusieurs éléments structurels évidents: montée du végétalisme/véganisme, prise en considération de plus en plus importante du bien être animal, impact environnemental néfaste de la production/élevage, qualités nutritionnelles de la viande de plus en plus remises en question, impact de la viande rouge sur la santé et le possible développement de maladies graves, prix devenus prohibitifs... Les facteurs sont nombreux et ont une relation de causalité directe avec les chiffres: depuis 1990, selon Agrimer, la consommation annuelle de viande en France est passée de plus de 90 kgec/habitant (kilogramme équivalent carcasse) à moins de 85 kgec/habitant en 2022.

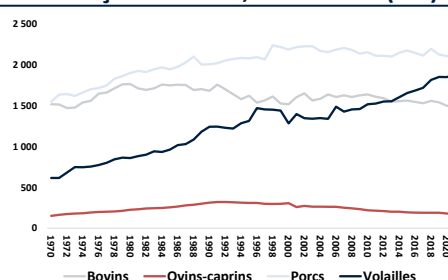
Consommation individuelle de viande en France, 1970-2022 (kgec/hab)



Source: France Agrimer

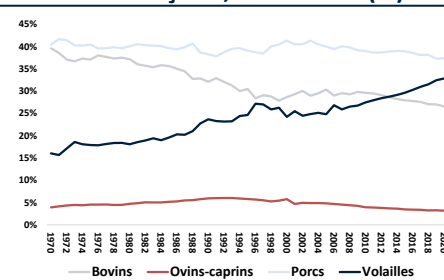
Dans ce marasme, une éclaircie au tableau: la consommation de viande de volaille progresse, à la fois en relatif et en absolu. De moins de 600k tonnes équivalent carcasse en 1970, la consommation totale française a fortement progressé pour atteindre plus de 1800 tonnes en 2022. Rapportée à la consommation totale, la part de la viande de volaille atteint aujourd'hui près d'un tiers des volumes, contre 16% en 1970, juste derrière la viande de porc, mais devant le bœuf depuis 2015 (tout canal confondu). Sur la GMS, en frais, 2023 marque un point historique puisque pour la première fois, la consommation de volaille dépasse celle de bœuf.

Conso française viande, 1970-2022 (tec)



Source: France Agrimer

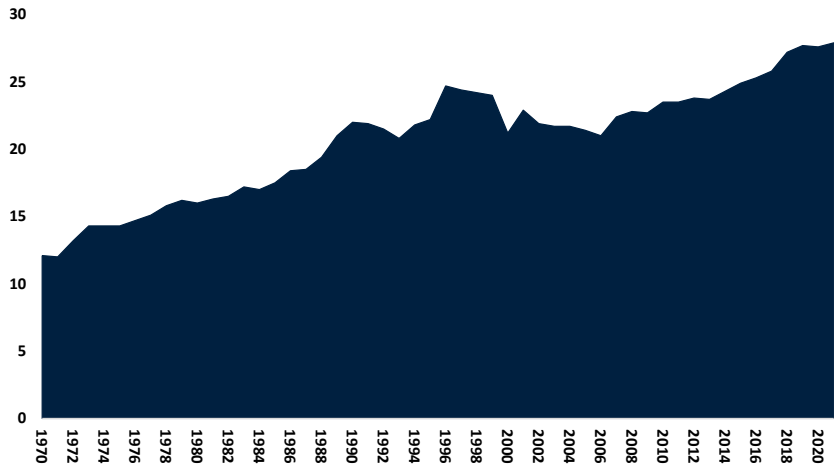
Mix conso française, 1970-2022 (%)



Source: France Agrimer

Standardisée par habitant (la France est passée de 50 millions d’habitants en 1970 à près de 70 millions aujourd’hui), la tendance observée est à nouveau flatteuse pour la volaille: la consommation française a plus que doublé en 50 ans, pour passer de 12 kgec/habitant à 28,6 kgec/habitant.

Consommation individuelle de volaille en France, 1970-2022 (kgec/hab)



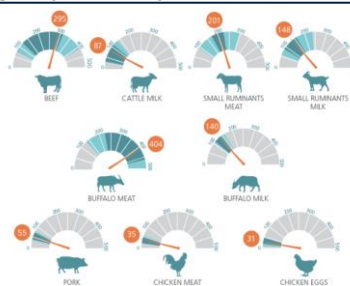
Source: France Agrimer

Les raisons à ce phénomène profondément structurel sont multiples. Parmi les plus souvent mises en avant, nous pouvons évoquer:

- Un prix de vente plus faible que les autres viandes. La volaille, avec un prix moyen inférieur à 9 €/kg, reste la deuxième viande la moins chère en France, juste derrière le porc (moins de 8 €/kg) mais devant le bœuf (plus de 13 €/kg), malgré la forte inflation subie par le produit en 2022 (voir plus loin).

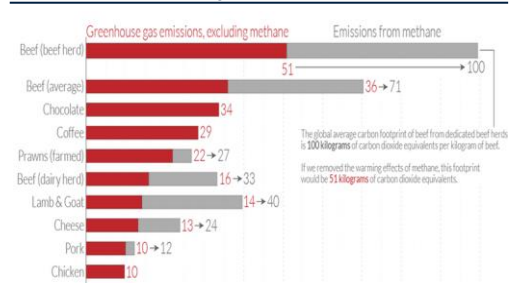
- Des qualités nutritionnelles supérieures pour un impact environnemental moindre. Si le consommateur attache une importance grandissante à la qualité de ce qu’il mange et aux conséquences de son alimentation, la viande de volaille répond à beaucoup d’inquiétudes. De nombreuses études de santé montrent l’apport supérieur de la volaille, notamment au niveau protéinique, par rapport à la viande rouge, ainsi que des conséquences à long terme moins néfastes pour la santé. Du point de vue environnemental, si les chiffres diffèrent énormément d’une étude à l’autre, il semble qu’il y ait un consensus maintenant établi autour du fait que la volaille a un impact inférieur en matière de gaz à effet de serre par rapport à ses congénères. Rapporté par kg de protéine produit, la FAO, la branche agriculture de l’Organisation des Nations Unies calcule des émissions de CO2 presque 10x inférieures à celle du bœuf. Notons également que l’élevage de volaille, notamment du poulet, ne rejette aucun CH4 (méthane) dans l’atmosphère, à l’opposé de l’élevage des ruminants.

CO2/kg de protéine produit



Source: FAO

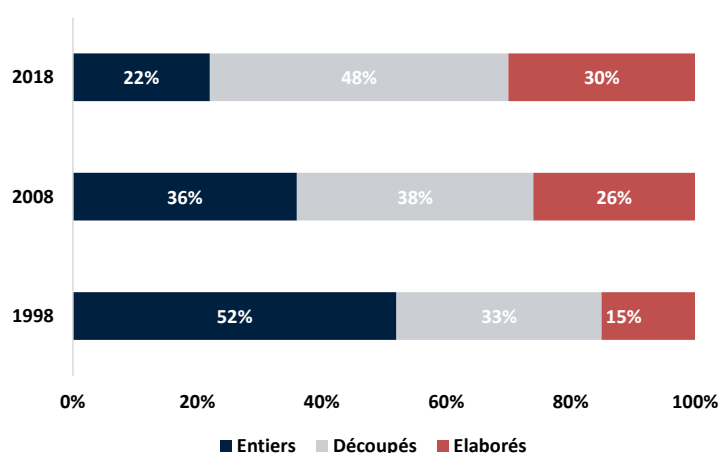
GES de différents produits



Source: WTO

- Un développement de l'offre plus dynamique. Les modes de consommation ont beaucoup évolué, quand l'offre de viande traditionnelle n'a que peu changé à travers les années. L'industrie de la volaille a fait preuve de plus d'opportunisme en investissant massivement dans son produit pour structurer une gamme plus adaptée aux nouvelles tendances de consommation et surtout plus innovante à travers la montée en puissance des élaborés (volaille prédécoupée, précuite, élargissement de la gamme vers de nouveaux produits, etc.). L'augmentation des volumes issue de cette diversification s'est accompagnée par un fort « effet prix », les découpés et élaborés ayant une valeur ajoutée plus forte que la volaille standard. En France, la part de ces produits dans la consommation totale est passée de 15% à la fin des années 2000 à 30% en 2018. Cette tendance se poursuit.

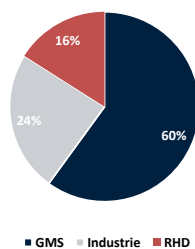
Mix produits de la consommation française de volaille, 1998-2018 (%)



Source: Anvol

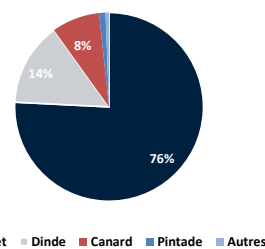
Pour référence, la consommation de volaille en France est assez fortement dominée par la GMS, puis l'industrie et enfin la RHD. En ce qui concerne le type de volaille, le poulet représente $\frac{3}{4}$ de la consommation des français.

Mix canal de distribution, 2021 (%)



Source: OFPM

Mix par type de volaille (%)



Source: Anvol

Filière française

80 couvoirs
300 entreprises de fabrication d'aliments
14 000 élevages
76 abattoirs
400 entreprises de transformation

Côté production, un paysage concurrentiel très concentré...

La production française est aux mains d'un nombre limité d'acteurs, pour la plupart situés géographiquement dans l'Ouest (Bretagne, Normandie, Pays de Loire) et en Nouvelle Aquitaine. Nous estimons que LDC compte pour près de 60% de l'ensemble de la production nationale. Derrière le groupe, nous retrouvons quelques grandes coopératives historiques (Terrena, Maisadour), ainsi que des groupes étrangers (Plukon, Pilgrim's) ayant implanté une partie de leurs activités en France.

Une majorité de ces groupes sont « intégrés », c'est-à-dire, qu'à l'image de LDC, ils sont présents sur l'ensemble de la chaîne de valeur, de l'amont à l'aval.

Panorama de la production française de volaille

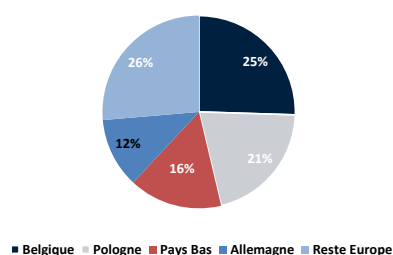
Acteurs	Actionnariat	CA consolidé	Poids dans le secteur en France
LDC	Privé	5 069 M€ (02/22)	●
Terrena	Coopératif	5 005 M€ (2021)	●
Maïsadour	Coopératif	1 276 M€ (06/21)	●
Pilgrim's (Moy Park)	Privé	12 486 M€ (2021)	●
Plukon Food Group (DUC)	Privé	1 800 M€ (2019)	●
Terres du Sud	Coopératif	590 M€ (06/21)	●
France Poultry	Privé	129 M€ (2021)	●
Ernest Soulard	Privé	Env. 120 M€ (2021)	●

Sources: Xerfi, Euroland

... Et sous la pression des importations

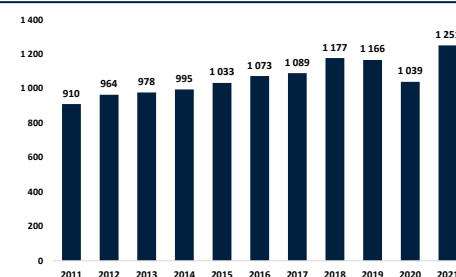
La consommation de volaille ne cesse de progresser en France mais, ces dernières années, elle a surtout profité aux producteurs européens. Agrimer estime que l'ensemble de la production française a crû d'environ 10% sur les 10-15 dernières années (hors grippe aviaire en 2022, voir plus loin), quand celle des importations a gagné près de 40% (en valeur, la tendance étant relativement similaire sur les volumes). Trois principaux pays sont à la source de l'augmentation des importations: la Pologne, la Belgique et les Pays-Bas, qui représentent plus de 60% des volumes importés.

Mix importations volaille, 2021 (%)



Source: Agrimer

Importations en valeur, 2011-2021 (M€)



Source: Agrimer

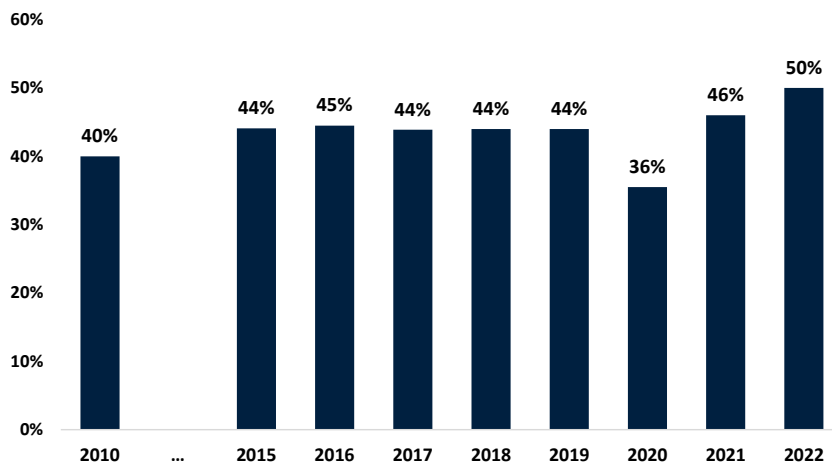
Parmi les raisons explicatives de ce phénomène, nous en retenons deux principales:

- Un avantage sur les coûts de production. Avec des exploitations en moyenne plus grandes, une densité d'élevage plus importante et des salaires en moyenne plus bas, le coût de production d'une volaille européenne est en moyenne inférieur à celui d'une volaille française et offre un prix de vente final hautement compétitif

- Le développement de la RHD et du PAI. Avec une part d'environ 40% de la consommation finale, le RHD et l'industrie sont deux canaux qui ont gagné des parts de marché dans le mix de la distribution en France. Ces intermédiaires ont longtemps favorisé le prix à la qualité et ont donc construit leurs circuits d'approvisionnement à partir des importations.

Ainsi, depuis 2015, la part des importations dans la consommation française de volaille est substantielle et représente près de 50% des volumes totaux, toujours selon Agrimer.

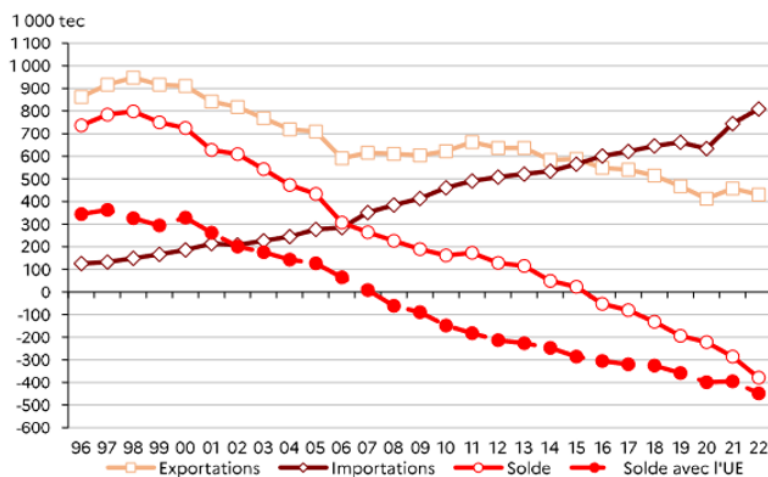
Part des importations dans la consommation de volaille, valeur, 2010-2021 (%)



Source: Agrimer

Par ailleurs, la balance commerciale française de volaille est négative depuis plusieurs années maintenant, principalement du fait de l'augmentation des importations en provenance d'autres pays européens (88% du total des importations). En 2022, dans un contexte de grippe aviaire, qui a amputé une partie de la production française, et de forte inflation, le déficit commercial s'est très fortement dégradé. En volume, ce déficit atteint 380 tec, soit plus d'un milliard d'euros en valeur.

Commerce extérieur français de viandes de volailles, 1996-2022



Source: Agrimer

Quid du marché européen ?

A l'échelle européenne, où LDC est présent via son pôle international (Pologne, Hongrie, Belgique, UK), les tendances de consommation de la volaille sont globalement les mêmes que celles observées en France, malgré d'importantes disparités entre pays. Au-delà du développement économique de certaines économies, qui s'accompagne d'une augmentation généralisée du pouvoir d'achat, on constate une légère augmentation des volumes consommés

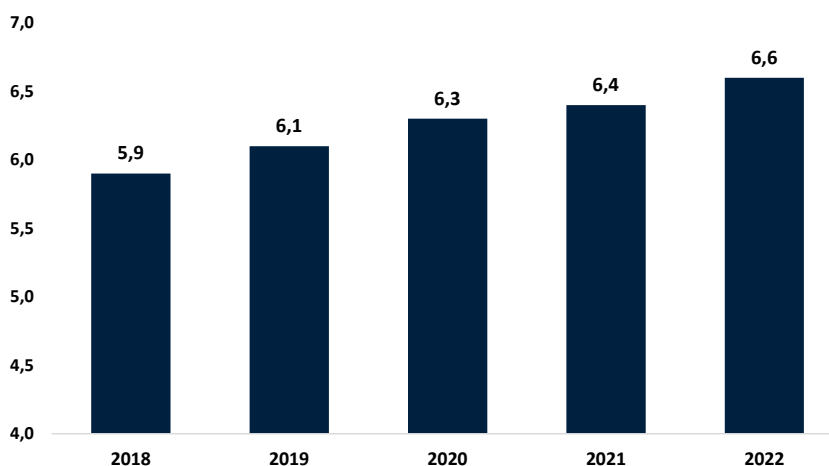
individuellement (source: AVEC, association des producteurs européens de volaille). La moyenne européenne atteint 23,6 kgec/habitant en 2022, en progression de plus de +15% (et encore plus en valeur) sur les quinze dernières années. Dans l'absolu, ce chiffre reste assez éloigné de la moyenne française (28,6 kgec), qui reste le plus gros consommateur de volaille sur le vieux continent. Côté production, les données brutes domestiques dont nous disposons montrent une légère croissance sur 5 ans. En 2022, l'Europe des 27 aurait produit pour 13,7M de tonnes de volaille (dont plus de 5% pour LDC) contre 13,4M en 2017.

Excellente dynamique sur le traiteur

Le marché du traiteur, sur lequel LDC réalise environ 15% de son chiffre d'affaires, gagne depuis quelques temps de plus en plus de place dans les rayons de la grande distribution. Il regroupe de nombreuses familles de produits, scindées en deux catégories: 1/ le frais, dominé par les plats cuisinés et les salades (on retrouve également les entrées, les pizzas et quiches, etc...) et 2/ le surgelé, où la glace prend plus de la moitié du segment, suivi par les plats cuisinés, entre autres. Etant donné la complexité du marché, le manque de transparence des acteurs qui se battent pour dépasser la concurrence et les données contradictoires (souvent dues à des définitions et des périmètre différents), il est ardu d'avoir une analyse granulaire et précise. En revanche, les tendances de fond qui dictent l'évolution des segments sur lesquels LDC opère et les grands équilibres (en matière de parts de marché) sont assez univoques.

Selon LSA, le segment du traiteur frais (70% du CA traiteur de LDC) en GMS dépasse les 6,5 Mds€ en valeur, et connaît une croissance régulière sur 5 ans. Malgré l'inflation, les volumes sont aussi en croissance sur la période, et bénéficient d'une évolution structurelle du mode d'alimentation des ménages, tirée par plusieurs facteurs socioculturels: le « cooking fatigue », la raréfaction du temps disponible pour cuisiner, la systématisation du télétravail, le développement du drive mais aussi, côté offre, une véritable montée en gamme de la part des industriels. Si le marché a pu pâtir de certaines controverses dans le passé (viande de cheval au début des années 2010, pizzas Buitoni plus récemment), déclenchant la défiance du consommateur, une tendance de fond plus positive est maintenant bien en place et ne devrait pas faiblir à moyen terme étant donné les moyens mis en œuvre par les industriels pour développer une gamme à la hauteur des attentes.

Evolution du traiteur frais en GMS, en valeur (Mds€)

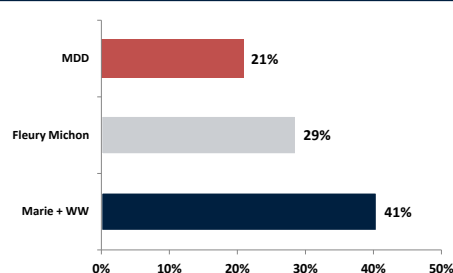


Sources: LSA, Euroland

Sur le segment spécifique des plats préparés (frais et surgelés confondus), qui est essentiel pour LDC puisqu'il représente plus de 40% du CA du groupe sur le traiteur, les données fournies par Xerfi pointent vers une croissance moyenne des volumes de +4% sur 5 ans et de près de +6% en valeur.

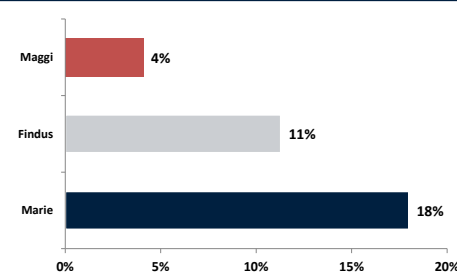
Si la taille du gâteau augmente, la bataille pour se le partager fait rage. Le métier du traiteur est extrêmement concurrentiel, entre marques généralistes, marques spécialisées et MDD. LDC se défend plutôt bien et fait partie du trio de tête sur sa famille phare. Sur les plats préparés frais, Marie et WW (marque sous licence exploitée par LDC) détiennent 42,6% de parts de contre environ 30% pour Fleury Michon et 18% pour la MDD (Source: IRI). Côté surgelés, Marie trône la première place du classement, suivie de Findus et de Maggi (Source: Kantar 2018).

PDM plats cuisinés frais (%), valeur



Sources: IRI

PDM plats cuisinés surgelés (%), valeur



Sources: Xerfi

Avec des taux de croissance supérieurs aux autres catégories de la GMS, le traiteur est un marché recherché, à forte valeur ajoutée, que se partage une myriade d'acteurs bien identifiés, chacun développant ses propres spécialisations. Le paysage concurrentiel est fourni, mais plutôt figé. En repartant de la définition large du traiteur en GMS, le marché se partage principalement entre LDC, Sodébo, Cofigeo (William Saurin, etc), Fleury Michon et les MDD. Marie disposerait, toutes familles de produits confondus, d'une part de marché proche des 20%, en progression constante depuis que LDC a repris et développé la marque.

Panorama concurrentiel sur le traiteur

Acteurs	Filiales (non exhaustif)	CA consolidé	Poids dans le secteur en France
LDC	Marie, Marie Surgelé, Agis, La Toque Angevin, Farmor, Regalette	5 069 M€ (02/22)	●
Fleury Michon	Fleury Michon LS	706 M€ (2021)	●
Eureden	Gelagri, Cie Générale de Produits Alimentaires Peny, D'Aucy Locminé	3 100 M€ (06/21)	●
Groupe le Duff	Frial, Cité Gourmande	2 050 M€ (2019)	●
Sysco	Les Ateliers du Goût	42 945 M€ (06/21)	●
Les Mousquetaires	Sveltic, Les Délices de Saint-Léonard	50 542 M€ (2021)	●
Nestlé	Société des Produits alimentaires de Caudry	80 532 M€ (2021)	●

Sources: Xerfi

A noter, également, un autre relai de croissance intéressant sur cette industrie du traiteur, en particulier sur les plats cuisinés: la montée en puissance du RHD, qui représente 15% du total des volumes vendus sur le segment (contre >85% pour la GMS, le reste étant composé de petits débouchés alternatifs, comme celui des compagnies aériennes, de l'armée, etc.). Les progrès du segment sont à la fois portés par la restauration collective (restaurants d'entreprise, établissement scolaires et de santé) mais aussi par la restauration commerciale (cafétérias, cafés, etc.). Nous notons la présence de deux acteurs majeurs sur ce débouché: Les Ateliers du Goût, actif dans la restauration hospitalière, et Gelaé sur la restauration sociale (cantines).

Au niveau européen, la France reste la championne de la production de produits traiteur. Le pays, à travers ses différents groupes industriels, dispose de certains avantages compétitifs essentiels: présence importante d'une filière amont, marché domestique d'envergure permettant les économies d'échelle à la production, leaders structurés. Selon Xerfi, l'exportation représenterait environ 10% de la production totale française (moins de 2% pour LDC selon nous, qui a réalisé un peu moins de 15 M€ de CA traiteur à l'export sur un total de 750 M€) et le pays a une balance commerciale positive sur ce segment.

Pourquoi s'intéresser à la société ?

Après avoir presque atteint son plus haut historique en avril 2018, autour de 150€, le cours du groupe a lentement reculé, pour revenir sous les 100€, puis à 85€ en mars 2022, un point bas sur 5 ans. En cause, des éléments structurels (évolution défavorable, de prime abord, de la consommation de viande, pression des importations sur la compétitivité du groupe, sujet « ESG » au sens large, désintérêt pour l'industrie entraînant un fort derating du titre), mais aussi des éléments plus conjoncturels, susceptibles de nourrir temporairement une pression baissière: grippe influenza aviaire, explosion de l'inflation menaçant les marges et les volumes... Dans cette partie, nous tentons de montrer en quoi, selon nous, LDC 1/ a su faire face aux pressions de son environnement et 2/ représente toujours une opportunité d'investissement qui mérite d'être étudiée en profondeur.

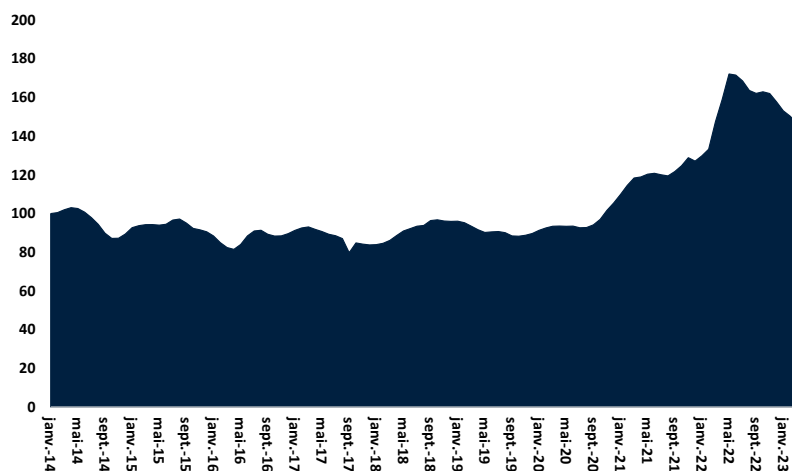
Argument clé #1: LDC est un « price maker », qui investit et qui innove

Focus sur l'impact de l'inflation pour un industriel de la volaille

En 2022, l'inflation sur les produits alimentaires a atteint des sommets, avec des prix qui ont, dans l'ensemble, progressé de près de +15% sur une année glissante, selon l'INSEE. Suite, entre autres, au déclenchement de la guerre en Ukraine, le coût de très nombreuses matières premières et intrants de base a explosé.

Ceux utilisés dans l'alimentation des poulets n'ont pas échappé à cette tendance. Pour preuve, l'indice ITAVI, qui suit l'évolution des prix de l'alimentation pour les poulets, et qui est utilisé dans les négociations commerciales annuelles entre industriels de l'agroalimentaire et groupes de la grande distribution comme base de revalorisation d'une partie des tarifs, a affiché une progression record (+80%) jusqu'à septembre 2022.

Evolution indice ITAVI, 2014-2023, base 100 en 2014

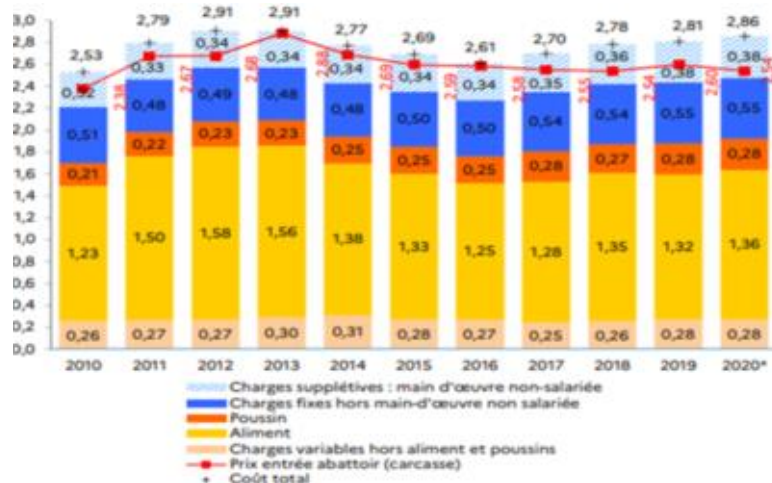


Source: ITAVI

Cette forte augmentation des matières premières utilisées dans l'alimentation de la volaille (oléagineux, céréales) a eu pour effet de fortement alourdir les coûts de production des industriels. En moyenne, ces intrants représentent plus de 50% du coût de production total d'un poulet, quel que soit sa qualité (standard, label rouge, etc.). Si les dernières données dont nous disposons à ce sujet datent de 2020, nous estimons que dans le contexte de forte inflation

de 2022, les matières premières ont pu représenter jusqu'à 60% des coûts de production de LDC.

Répartition des coûts de production d'un poulet Label Rouge, 2010-2020 (€/kgéc)



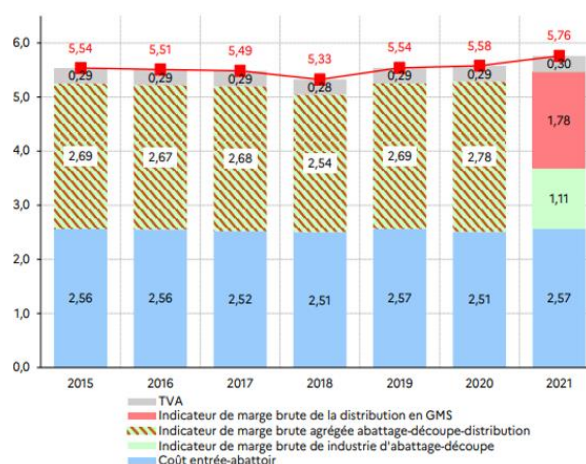
Source: ITAVI

A cet impact vif sur le produit, il convient de rajouter les coûts « annexes » pour reconstituer le prix de revient de la volaille d'un industriel: emballage, énergie, transport, autre main d'œuvre... Tout un ensemble de charges qui, elles aussi, ont subi de fortes hausses durant l'année 2022.

40% du marché = pricing power

Afin de conserver ses marges, LDC a donc dû négocier et obtenir des revalorisation tarifaires auprès de ses distributeurs, que ce soit sur la volaille ou sur son métier de traiteur. La dureté des négociations avec la grande distribution, qui sont ouvertes (en théorie) une seule fois par an, d'octobre à février, n'est un secret pour personne. Chaque partie se bat pour conserver ses avantages, et ses marges: l'industriel souhaite que sa gamme reste implantée dans les meilleurs rayons des géants de l'alimentation tout en gardant un niveau de rentabilité décent. La grande distribution, elle, souhaite offrir au consommateur le meilleur choix possible au prix le plus négocié possible. Le prix affiché en GMS au client final est donc le résultat direct de ces négociations, sachant que, dans le cadre de la loi EGALIM, une partie de ce prix (celle liée à l'inflation des matières premières agricoles) est basée sur une clause de révision automatique, imposée et non négociée.

Composition du prix d'un poulet entier Label Rouge en GMS, 2015-2021 (€/kg)



Source: OFPM

C'est précisément dans cette configuration que LDC dispose d'un avantage concurrentiel certain sur le reste de l'industrie. Avec 40% de parts de marché (d'autres données pointent vers plus de 50% mais, par mesure de prudence, nous préférons garder la borne basse, déjà suffisamment conséquente) auprès de la GMS sur la volaille, mais aussi une forte implantation dans les MDD de ces distributeurs, le groupe est un incontournable.

Selon les chiffres communiqués par la société, LDC est parvenu à obtenir l'ensemble des revalorisations tarifaires qu'elle désirait afin de préserver ses fondamentaux économiques. Notre modélisation, au niveau groupe, pointe au niveau de la top line un effet prix/mix (LDC ne communique pas assez d'éléments pour estimer de manière exacte la répartition entre ces deux composantes sur le chiffre d'affaires) de +7,6% en 2021 et de +21,7% en 2022 et à périmètre constant. De quoi soutenir la thèse d'une société qui, à la vue de sa taille sur ses marchés, dispose de ce « pricing power » tant recherché.

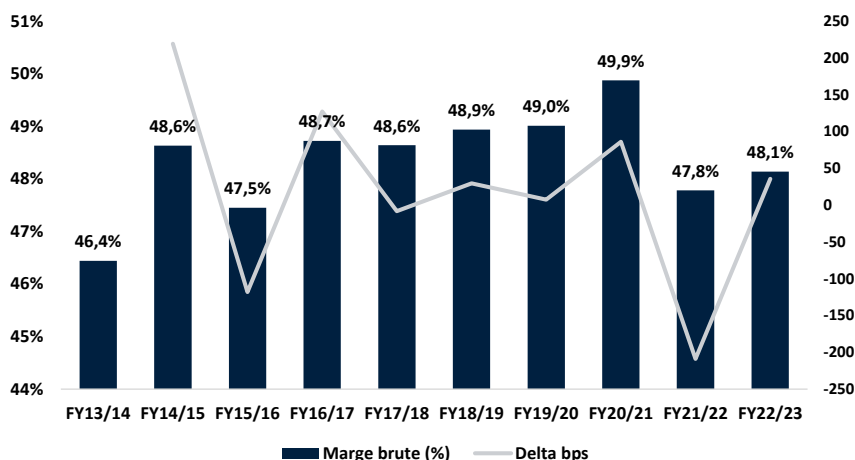
Variation du chiffre d'affaires groupe, 2013-2022 (M€)

Chiffre d'affaires groupe (M€)	FY13/14	FY14/15	FY15/16	FY16/17	FY17/18	FY18/19	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23
Chiffre d'affaires	3 026	3 028	3 479	3 580	3 827	4 124	4 419	4 428	5 069	5 846
Prix/Mix		-1,7%	-1,3%	0,4%	1,4%	0,7%	1,8%	-0,3%	7,6%	21,7%
Volume		1,8%	3,6%	0,9%	4,2%	2,7%	1,2%	-1,1%	4,3%	-6,2%
LFL (%)		0,1%	2,3%	1,3%	5,6%	3,4%	3,0%	-1,4%	11,9%	15,5%
Périmètre & FX		0,0%	12,6%	1,6%	1,3%	4,3%	4,2%	1,6%	2,6%	-0,2%
Publié (%)		0,1%	14,9%	2,9%	6,9%	7,7%	7,2%	0,2%	14,5%	15,3%

Sources: Société, Euroland

Nous notons également, et toute chose égale par ailleurs (mix, potentielles économies d'échelle, remontée de la chaîne de valeur vers l'amont), la très bonne tenue de la marge brute du groupe avec un gain de taux de marge de 150 bps sur la période observée, une performance remarquable dans cette industrie et dans l'environnement concurrentiel que l'on connaît. En standardisant sur les tonnages commercialisés, en d'autres termes les volumes vendus, la marge brute par tonne du groupe affiche même une légère croissance sur la décennie.

Marge brute groupe, 2013-2022 (%)



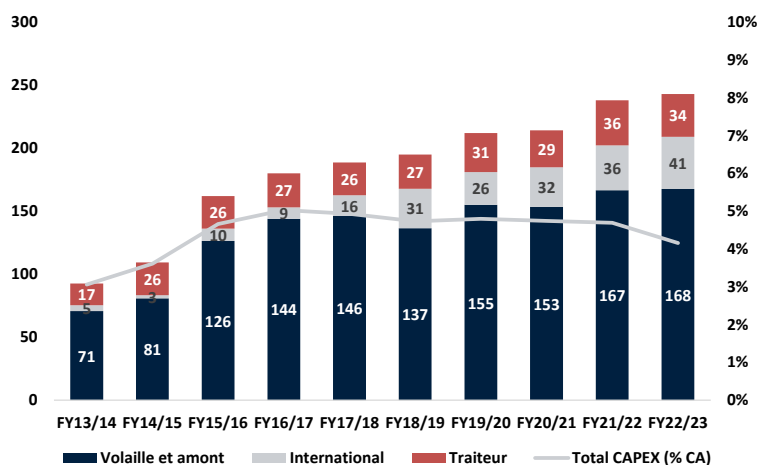
Sources: Société, Euroland

Des investissements pour innover, se diversifier et maintenir son avantage

Au-delà de la capacité du groupe à « faire les prix » sur son marché, nous apprécions également sa propension à innover et à bousculer une industrie qui peut être parfois assez statique et qui laisse finalement peu de place à la créativité. Face à la menace grandissante des importations au milieu des années 2010, LDC a par exemple entrepris un vrai travail de fond afin de reconquérir les volumes laissés aux concurrents étrangers.

Ce travail s'est matérialisé par de la croissance externe d'un côté (rachat des actifs volailles de Sofiproteol en 2015, création de la SBV – Société Bretonne de Volaille – pour renforcer la RHD, reprise d'une partie des activités de Doux en 2018) et de l'autre par une forte hausse des dépenses d'investissement afin 1/ d'automatiser, moderniser et perfectionner l'ensemble de l'outil industriel du groupe et 2/ créer de nouveaux produits, plus élaborés, pour diversifier l'offre et élargir la gamme. LDC a investi annuellement, à partir de 2015, plus de 4,5% de son CA dans ses CAPEX, contre une moyenne historique 100 bps en dessous (c3,5%).

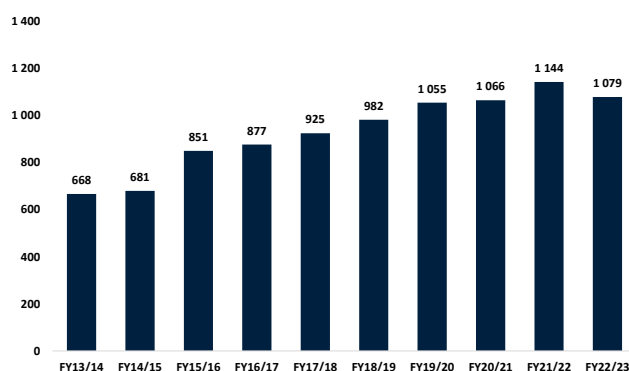
CAPEX industriels groupe, 2013-2022 (%)



Sources: Société, Euroland

Hors CAPEX de maintenance, que nous estimons probablement autour de 1M€/site, nous pensons que LDC a dépensé plus de 500 M€ depuis 2015 dans son actif. Ces investissements ont porté leurs fruits: une partie des volumes de l'import ont été repris (400k poulets par semaine) et SBV a plus que doublé son CA en moins de 7 ans pour dépasser le milliard d'euros actuellement. La mécanisation et l'automatisation des sites ont aussi permis d'accroître la productivité du groupe, avec des volumes commercialisés qui ont presque doublé en dix ans (post M&A) pour atteindre 1,1 millions de tonnes en 2022.

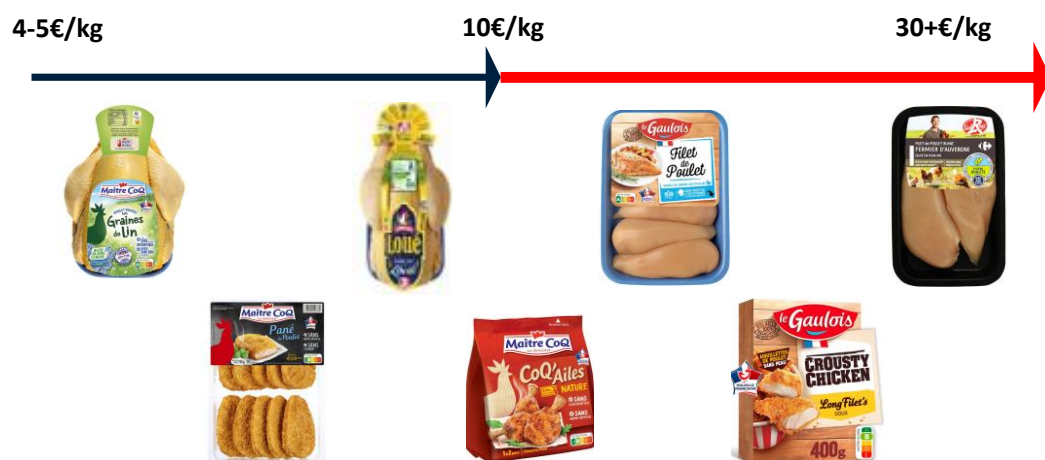
Tonnages commercialisés, 2013-2022 (Kt)



Sources: Société, Euroland

L'offre du groupe s'est elle aussi considérablement étoffée au fil de l'eau, en réponse aux attentes des consommateurs. LDC a mis en place un département R&D et lancé de nombreuses innovations : produits élaborés crus, élaborés cuits, surgelés, panés, nuggets... Maître CoQ fabrique même des donuts de poulet aux pépites de fromage. Ces innovations ont permis au groupe de vendre des produits à plus forte valeur ajoutée (l'effet « mix » évoqué précédemment) et de couvrir toute la gamme de prix/pouvoir d'achat du consommateur et tous les types de qualité. Aujourd'hui, le « range » des produits commercialisés par LDC en France s'étend de moins de 5 €/kg à plus de 30 €/kg.

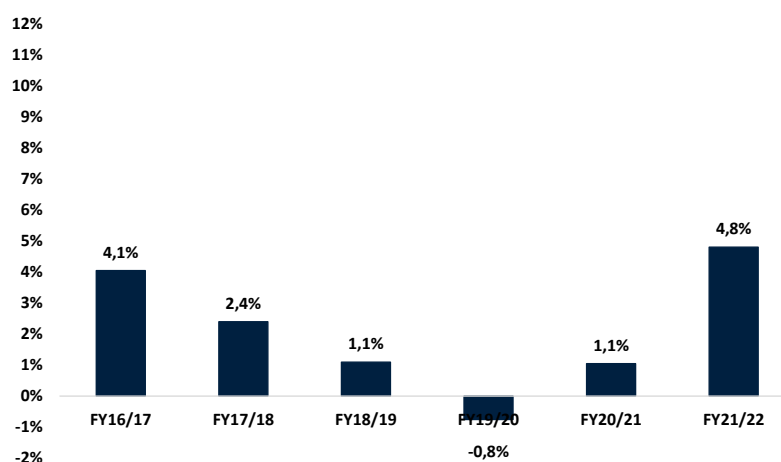
La gamme LDC – un peu moins de 2 000 références en GMS (€/kg)



Sources: Société, Euroland

Plus important encore, ce sont ces innovations/produits élaborés qui ont été le principal moteur de la croissance du groupe sur les dernières années, ainsi que celui de ses gains de parts de marché. Nous estimons que les élaborés ont connu une croissance deux fois supérieure à celle du marché ces dernières années, et qu'ils ont par conséquent largement contribué à la surperformance générale du groupe en GMS (voir graphique) mais aussi à l'international.

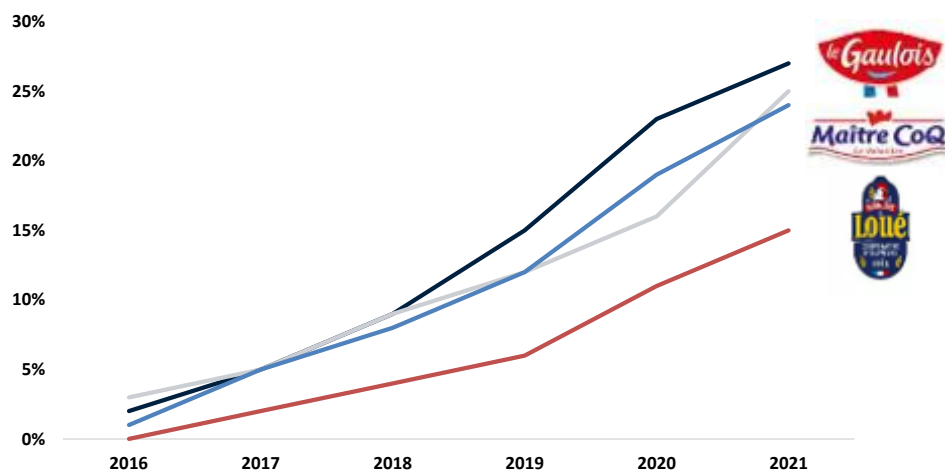
Surperformance (+)/sous-performance (-) des volumes LDC vs marché en GMS (%)



Sources: Société, Euroland

Le groupe estime qu'en 2021, la contribution des innovations sur le chiffre d'affaires total à marque était de près de 25% (ligne grise dans le graphique ci-dessous), avec d'importantes disparités entre les différentes marques et les zones géographiques.

Contribution des innovations sur le CA marque du groupe, 2016-2021 (%)



Sources: Société, Euroland

Argument #2: un track record exemplaire et des fondamentaux de qualité

40 acquisitions en 50 ans, et autant d'intégrations réussies

La croissance affichée par LDC depuis près de 20 ans est impressionnante à deux égards: 1/ sa régularité et sa continuité, avec un TCAM de +8% sur la période et aucun exercice en recul, ainsi que 2/ une composante « croissance externe » qui n'a jamais fait défaut au groupe.

Ce dernier a procédé à plus de 40 acquisitions depuis sa création, et a fait preuve d'une capacité d'intégration sans faille. LDC s'est d'ailleurs montré aussi bien à l'aise dans l'acquisition de sociétés rentables mais aussi souvent en difficulté, avec lesquelles les synergies commerciales et industrielles ont été activées. Nous estimons que depuis 2009, le groupe a acquis pour au moins 2 Mds€ de chiffre d'affaires, sans jamais payer trop cher (nous calculons un multiple d'acquisition moyen autour de 0,3x CA).

Principales opérations de M&A menées par LDC, 2009-2023

Année	Cible	Pays	CA acquis (M€)	Logique
2009	Marie	FR	265	Renforcement traiteur
2009	Arrivé	FR	577	Acquisition Maître Coq
2015	Actifs volaille Sofiprotéol	FR	310	Reconquête RHD
2015	Drop et Polpasz	PL	50	Développement international
2016	Actifs Agrial	FR	85	Reconquête importations
2017	Actifs groupe Lionor	FR	47	Développement régional volaille
2017	Couvoir Perrot	FR	32	Développement amont
2018	Volailles Rémi Ramon	FR	70	Renforcement volaille
2018	Tranzit	HU	108	Lancement Hongrie
2018	Reprise partielle des actifs Doux	FR	NA	Renforcement volaille
2019	Luché Tradition Volailles	FR	39	Renforcement volaille
2019	Kiplama	BE	55	Implantation logistique au Benelux
2019	Marnevall	FR	21	Produits panés et surgelés
2020	Asia General Food	FR	14	Développement traiteur asiatique
2021	Groupe Ronsard	FR	120	Développement marques régionales
2021	Capestone	UK	32	Lancement UK
2022	Matines	FR	43	Renforcement amont - œufs
2023	Ovoteam	FR	85	Renforcement amont - ovoproduits
		Total	1 953	

Sources: Société, Euroland

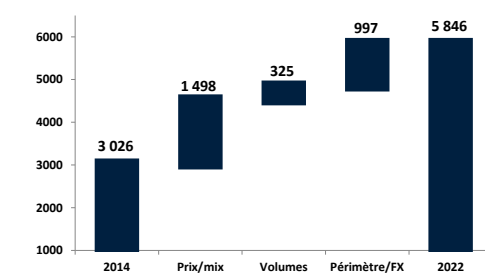
L'exemple le plus probant de la capacité de redressement dont fait preuve le groupe est celui de Marie. Achetée en 2009 pour une VE autour de 70 M€, la société réalisait alors moins de 250 M€ de chiffre d'affaires et était déficitaire. LDC a réorganisé la filiale, coupé les coûts là où nécessaire, fait preuve de patience et récolte aujourd'hui les fruits d'un travail de longue haleine. Le pôle traiteur est, à ce jour, l'un des plus dynamiques du groupe. Il a réalisé près de 800 M€ de CA en 2022 et capte plus de 30% de son marché.

Volontariste en matière de M&A, la politique menée par LDC depuis ses débuts a été couronnée d'un franc succès. Le groupe a largement consolidé le marché en rachetant des acteurs d'envergure (Arrivé, Marie, Ronsard) mais a aussi fait preuve d'opportunisme et de finesse quand la situation s'y prêtait: de petites acquisitions sur l'amont en France, en passant par le rachat d'acteurs étrangers ou de sociétés ayant une offre complémentaire, le groupe a utilisé toutes les solutions disponibles en matière de croissance externe pour accélérer son développement. Nous notons d'ailleurs que ces filiales, dans la lignée de la stratégie évoquée en première partie de la note, ont toutes conservé une part importante d'autonomie et une certaine forme de décentralisation, garante de l'organisation LDC.

Une progression régulière du CA... Et des marges, dans une moindre mesure

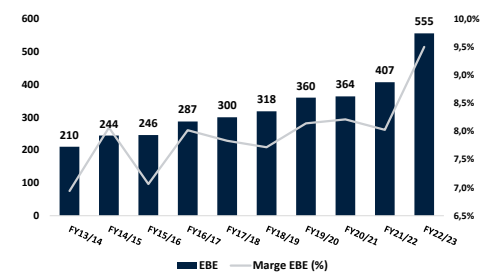
En regardant de plus près les performances opérationnelles et financières de LDC, nous constatons que le groupe a démontré 1/ une croissance régulière de sa top line, en organique (+4,6% en moyenne sur dix ans), grâce à l'inflation/mix et à la progression des volumes, et en croissance externe (+3,1%) et 2/ une belle progression absolue de sa rentabilité, avec un EBE qui a doublé en dix ans. Au niveau des marges, dans une industrie très concurrentielle et peu margée, la progression est plus modeste (+100 bps jusqu'à 2021) mais notable.

Bridge CA LDC, 2013-2022 (M€)



Sources: Société, Euroland

EBE et marge EBE LDC, 2013-2022 (M€, %)

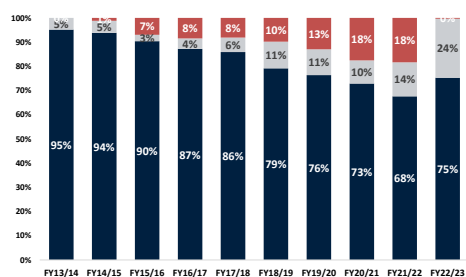


Sources: Société, Euroland

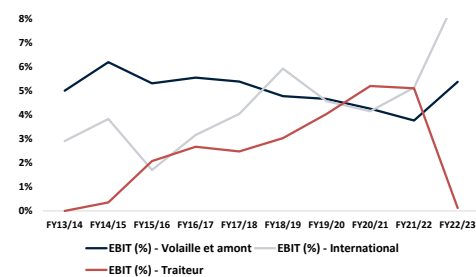
Ces éléments sont à mettre au crédit de:

- La qualité de la gestion du management, ainsi que son expérience de l'industrie
- Une approche du type « bon père de famille », impliquant une prise de risque quantifiée, donnant du temps au temps
- Un parcours qui n'a connu aucune erreur stratégique majeure malgré bon nombre de faillites dans le secteur
- Une diversification vers le traiteur et une expansion à l'international qui ont toutes les deux été des facteurs d'accroissement de la rentabilité du groupe

Sur ce dernier point, nous relevons que les deux activités comptent pour environ 28% du CA groupe en 2021 (nous excluons 2022, exercice non normatif, mais pour plus de 32% de la rentabilité opérationnelle, avec une part qui progresse d'année en année étant donné l'amélioration de la profitabilité des deux pôles.

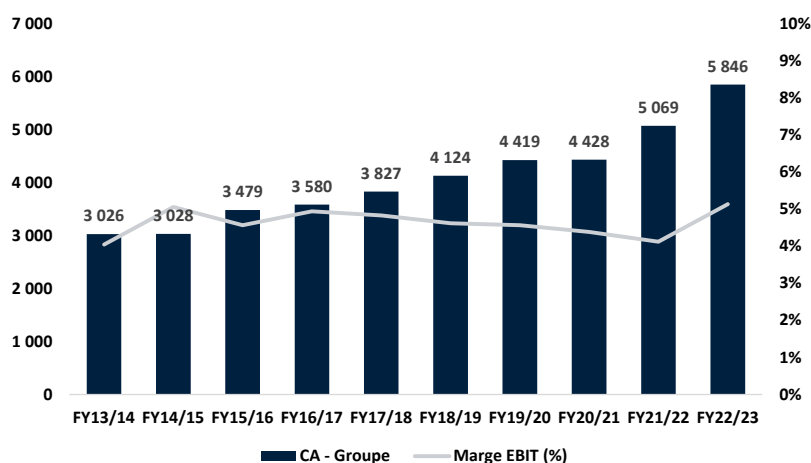
Mix ROC LDC, 2013-2022 (%)

Sources: Société, Euroland

Marge ROC par pôle, 2013-2022 (%)

Sources: Société, Euroland

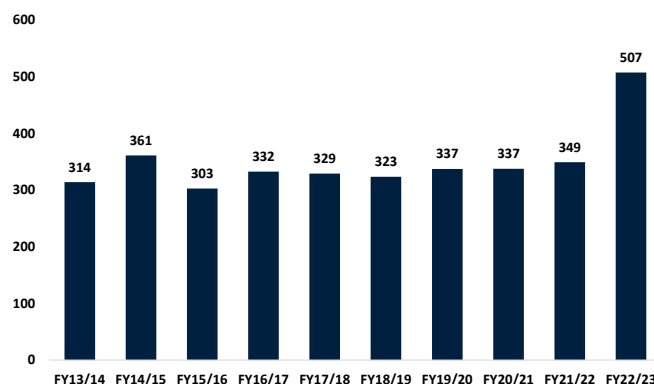
Au niveau groupe, et avec une activité volaille reste toujours très majoritaire dans le mix, LDC estime que son niveau normatif de marge opérationnelle doit tourner autour des 5%. Sur les dix dernières années, la rentabilité opérationnelle a toujours oscillé entre 4% et 5%, malgré un CA qui a presque doublé sur la période. Le modèle économique de l'agroalimentaire laisse peu de place au levier opérationnel pur, d'autant que sur la top line, les promotions représentent près de 30% des volumes (et sont essentielles à l'attractivité) et détruisent de la marge.

Chiffre d'affaires LDC et marge opérationnelle, 2013-2022 (M€)

Sources: Société, Euroland

Des volumes de plus en plus profitables

Au-delà des marges du groupe, nous apprécions l'efficacité d'un modèle dont la rentabilité, rapportée à la tonne vendue et avant D&A, affiche une belle progression. En d'autres termes, la rentabilité absolue du groupe progresse plus vite que l'augmentation des volumes vendus.

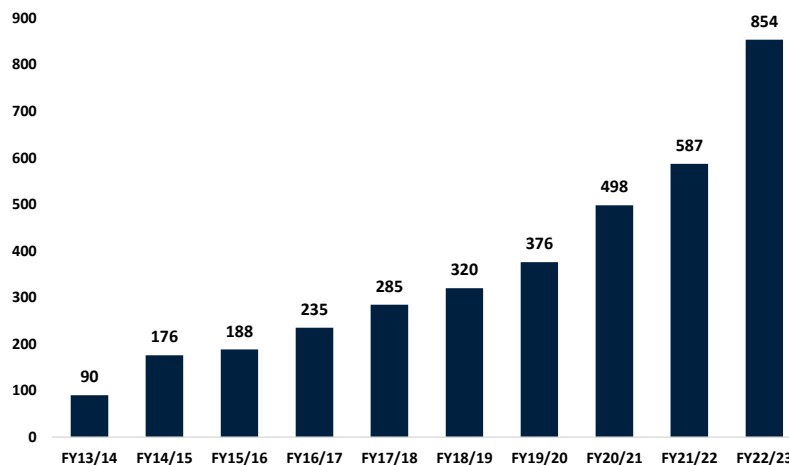
EBITDA/tonne vendue, groupe, (2013-2022 M€)

Sources: Société, Euroland

Une génération de FCF aussi régulière

Le modèle de LDC se distingue par ailleurs par une génération toute aussi régulière de free cash flow, bien que celle-ci soit relativement modeste à la vue du chiffre d'affaires réalisé. Globalement, et toujours sur les dix dernières années, environ 850 M€ de FCF cumulés ont été captés, soit une conversion moyenne de l'ordre de 25% de l'EBE.

FCF cumatif LDC, 2013-2022 (M€)

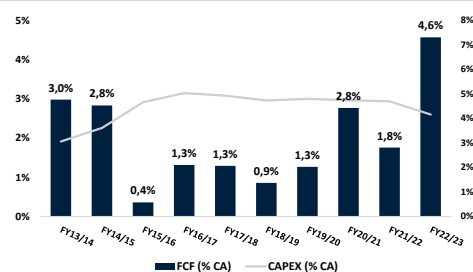


Sources: Société, Euroland

Le modeste niveau relatif des marges du groupe, inhérent à l'industrie, est très bien compensé par un BFR qui représente moins de 10 jours de CA et qui est relativement stable à travers le temps, du fait d'une extrême discipline de la part de la direction et de relations de long-terme avec les différentes parties prenantes.

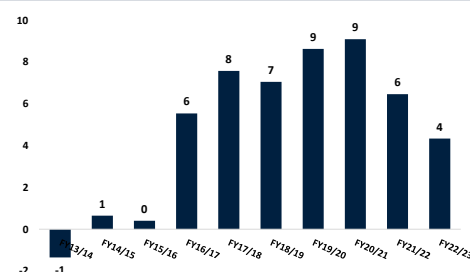
La génération de cash a plutôt été amputée par les forts investissements industriels évoqués précédemment. Ainsi, les CAPEX du groupe ont atteint jusqu'à 5% du CA en 2016 (4,8% en 2022), pour une moyenne autour de 4,5%.

FCF (% CA) vs CAPEX (% CA), 2013-2022 (%)



Sources: Société, Euroland

BFR LDC, en jours de CA, 2013-2022 (%)



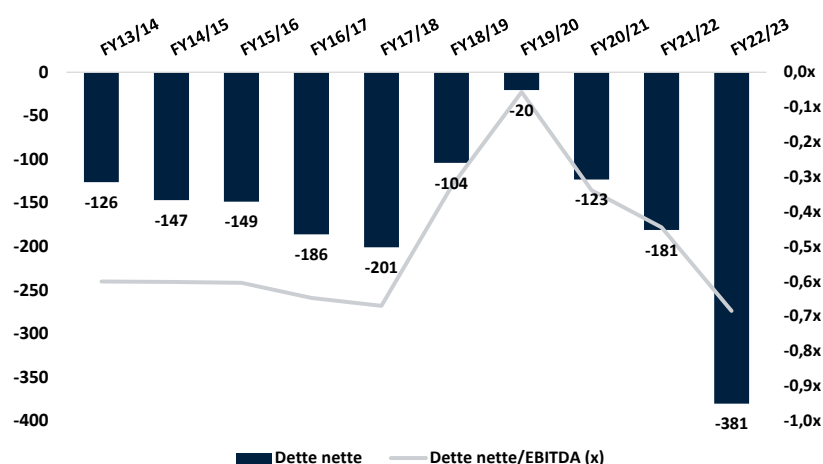
Sources: Société, Euroland

Un bilan qui regorge de cash

L'expertise de la direction, combinée aux qualités du modèle, à une approche rigoureuse (et prudente à l'extrême), à une politique M&A opportuniste et à une génération très régulière de cash, permet d'afficher un bilan avec une situation de trésorerie nette largement positive.

Au-delà des disponibilités et VMP, LDC est assis sur un petit trésor, 528 M€ en 2022, comptabilisé comme des actifs courants de gestion de trésorerie. Ces actifs sont pour partie investis dans des dépôts à terme, rémunérés aux taux du marché monétaire. Ainsi, après avoir retranché la dette du groupe, régulièrement refinancée car de maturité plutôt courte, et qui comprend une grosse partie de comptes courants et de dettes de participation aux salariés, LDC affiche en 2022 une position « net cash » de 380 M€.

Evolution dette nette vs leverage LDC, 2013-2022 (M€, x)



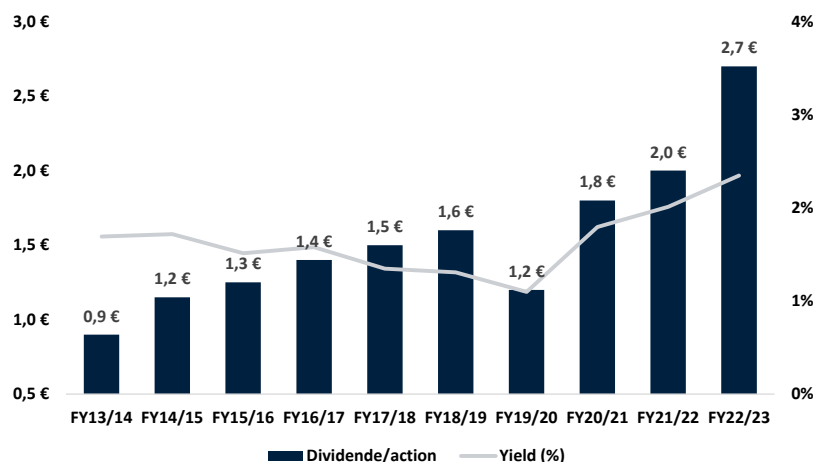
Sources: Société, Euroland

Un retour naturel à l'actionnaire

Avec un historique financier sans faute, un modèle éprouvé et une génération de cash régulière depuis plusieurs années, LDC a décidé d'allouer une partie de ce capital au retour à l'actionnaire, uniquement sous forme de dividendes. Là encore, nous pouvons noter la croissance stable et régulière de ce dividende, supérieure à +13%/an entre 2013 et 2022. Le dividende a progressé presque sans interruption (hors 2019/2020) sur la période, passant de 0,90€/action en 2013 à 2,70€/action en 2022 (sous réserve de validation en AG).

Si le rendement offert par LDC est, dans l'absolu, historiquement faible (moyenne 10 ans autour de 1,6%), nous notons tout de même une amélioration du taux de distribution (de 18% à plus de 21% en 2022).

Evolution dividende LDC, 2013-2022 (M€, %)



Sources: Société, Euroland

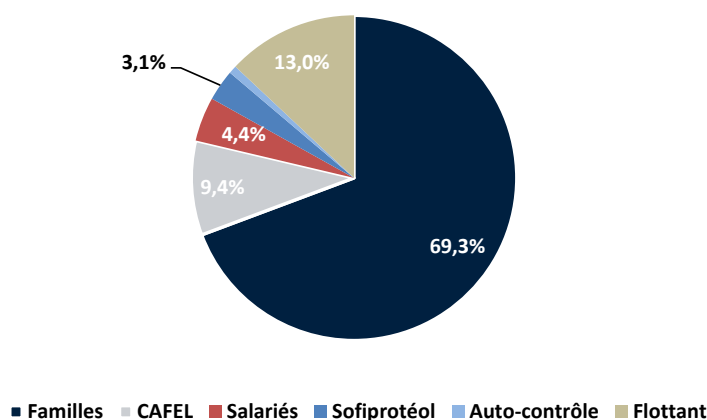
Argument #3: Des intérêts parfaitement alignés

Un actionariat stable, contrôlé par les familles et les parties prenantes

Malgré l'ancienneté de la société et sa cotation depuis 1995, LDC a conservé une structure actionnariale propice à son développement à long terme. D'un côté, le groupe dispose d'un ancrage familial toujours extrêmement fort, les trois familles fondatrices détenant toujours un peu moins de 70% du capital cumulé. Ces familles ont d'ailleurs toujours manifesté leur intention de conserver leurs engagements et ce niveau de détention dans LDC.

De l'autre, certaines des parties prenantes du groupe sont aussi présentes au capital et peuvent être considérées comme des investisseurs réellement structurants. CAFEL, pour Coopérative Agricole des Fermiers de Loué, possède près de 10% des parts de LDC. Cette coopérative, créée il y a plus de 60 ans en Sarthe, regroupe près de 1 200 éleveurs qui produisent volailles fermières et œufs de haute qualité pour LDC. Le président de la coopérative, Philippe Pancher, est d'ailleurs membre du conseil de surveillance de LDC. La société SOFIPROTEOL, filiale de financement du groupe Avril et partenaire historique de LDC (en 2015, LDC a repris les activités volailles du groupe), détient également un peu plus de 3% du capital. Nous apprécions le fait que la société soit liée capitalistiquement avec une partie de ses éleveurs, mais aussi certains de ses partenaires commerciaux.

Composition de l'actionariat de LDC



Source: Société

Un développement propice de l'actionariat salarié

Dans l'optique d'intensifier l'alignement d'intérêts entre toutes les parties de l'entreprise, LDC a par ailleurs mis en place une politique active de développement de l'actionariat salarié. Le fonds LDC Actions, à travers lequel les salariés LDC investissent dans la société qui les emploie, détient désormais plus de 5% du capital du groupe.

Nous notons d'ailleurs, depuis 2018, une accélération de ce développement avec cinq augmentations de capital successives (sauf en 2019/2020) réservées aux salariés du groupe, notamment aux managers. Une fois encore, la mise en place de ce plan va dans le bon sens selon nous et peut être garante de la bonne performance à long terme de l'entreprise, mais aussi d'une gestion destinée à maximiser la valeur actionnariale.

De solides organes de gouvernance

LDC est une SA à directoire et conseil de surveillance. Cette gouvernance traduit deux éléments très forts chez LDC:

- Une présence accrue de l'actionnariat famille dans le conseil de surveillance. Ce dernier est d'ailleurs présidé par l'ancien directeur financier d'une des filiales volailles du groupe, et compte 13 membres, presque à parité.

- Un directoire entièrement tourné vers l'opérationnel et le développement économique de l'entreprise, qui a en charge les missions suivantes: la définition de la stratégie du groupe et sa mise en œuvre, la définition d'objectifs de performance, l'allocation des différentes ressources à disposition (humaines, financières) et enfin la définition des principes de l'organisation. Ce directoire travaille d'ailleurs en étroite collaboration avec un comité de direction, au sein duquel l'ensemble des fonctions transversales de la société sont représentées.

Du sang neuf à la tête du directoire

A l'occasion des résultats annuels 2022/2023 de la société, un chapitre de l'histoire de LDC s'est partiellement fermé avec le départ du président du directoire, Denis Lambert. Après 20 ans passés à la tête du groupe, le dirigeant de 62 ans, fils d'un des fondateurs, a passé la main. Sous sa présidence, LDC a doublé trois fois de taille, plus d'une quarantaine d'opérations de croissance externe ont été menées et le virage de la vente en GMS, puis du développement des produits élaborés ont été parfaitement exécutés.

La direction opérationnelle a été confiée à Philippe Gélin, 56 ans, dans le groupe depuis plus de 25 ans, qui conserve également la direction du pôle international. Le choix nous semble très pertinent: il connaît la société sur le bout des doigts, après avoir tour à tour assuré les fonctions de directeur de SNV, du pôle traiteur et enfin de l'international. C'est sous sa houlette que le groupe a accéléré son expansion internationale ces dernières années.

Denis Lambert ne quitte pas complètement la société pour autant puisqu'il deviendra président du conseil de surveillance en août 2023. La continuité est de mise dans la stratégie de LDC, de même que la fidélité aux principes fondateurs du groupe. Ces changements à la tête de la société s'accompagnent d'ailleurs d'autres mouvements au sein des directions opérationnelles des pôles (le directeur du pôle traiteur devient celui du pôle volaille, et le DG de Maître CoQ est promu à la tête du traiteur). Nous accueillons positivement ce « mercato » interne, qui devrait donner de nouveaux élans aux équipes et à la stratégie générale de LDC.

Argument #4: un acteur désormais bien engagé dans l'ESG

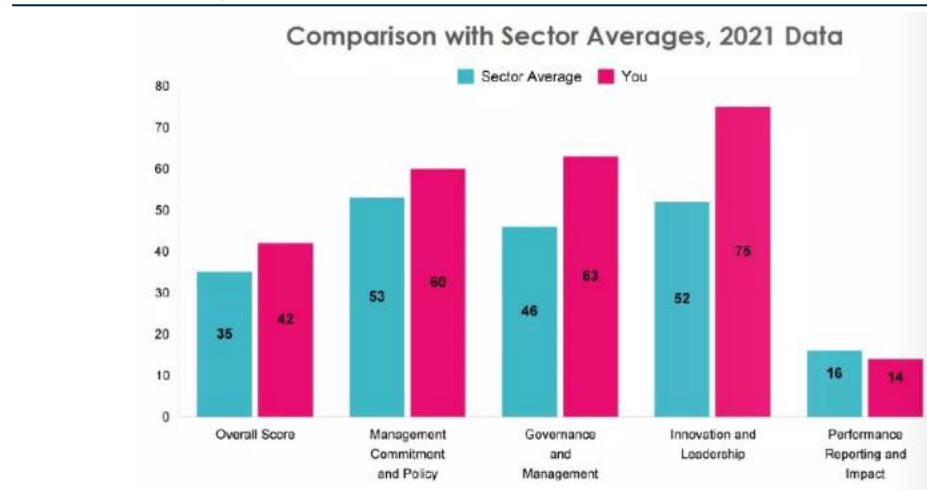
Pour une société du type de LDC, dont le cœur de métier est la transformation animale, il est évident que le sujet de la performance extra-financière est scruté avec beaucoup d'attention. Si le groupe semble ne pas avoir anticipé ces enjeux avant qu'ils ne deviennent essentiels au plus grand nombre, y compris à l'industrie financière, nous notons toutefois les énormes progrès réalisés par LDC ces dernières années, tout autant que le volontarisme de son engagement. Selon nous, le groupe a suffisamment structuré sa démarche et l'a rendue suffisamment quantifiable pour penser qu'il est, à l'heure actuelle, un des acteurs les plus avancés de l'industrie sur le sujet. Le risque de controverse et d'attaques ciblées de la part d'associations activistes reste évident bien présent, et LDC n'a pas vraiment d'autre choix que de s'en servir pour continuer à le réduire.

Première mesure des efforts: la notation externe

La performance RSE de LDC est notée annuellement par Gaia, organisme de référence de notation extra financière sur le segment des small et mid caps françaises. En 2021, LDC a obtenu la note de 77/100, soit une progression assez conséquente de +14 points par rapport à 2019. En 2022, la note de LDC a pâti d'une importante controverse qui ne remet pas en cause, selon nous, les progrès de la société en la matière.

Etant donné les spécificités des activités de LDC, en premier lieu la place essentielle du bien-être animal, le groupe a aussi sollicité l'ONG BBFAW (Business Benchmark on Farm Animal Welfare) qui, comme son nom l'indique, établit un classement de performance en fonction de ce critère. Si nous n'avons pas creusé la méthodologie employée par l'association, ni la pertinence des indicateurs employés, nous relevons tout de même qu'avec une note de 4/6, LDC fait partie des bons élèves de l'échantillon et se place au dessus de la moyenne sectorielle.

Notation BBFAW, 2021



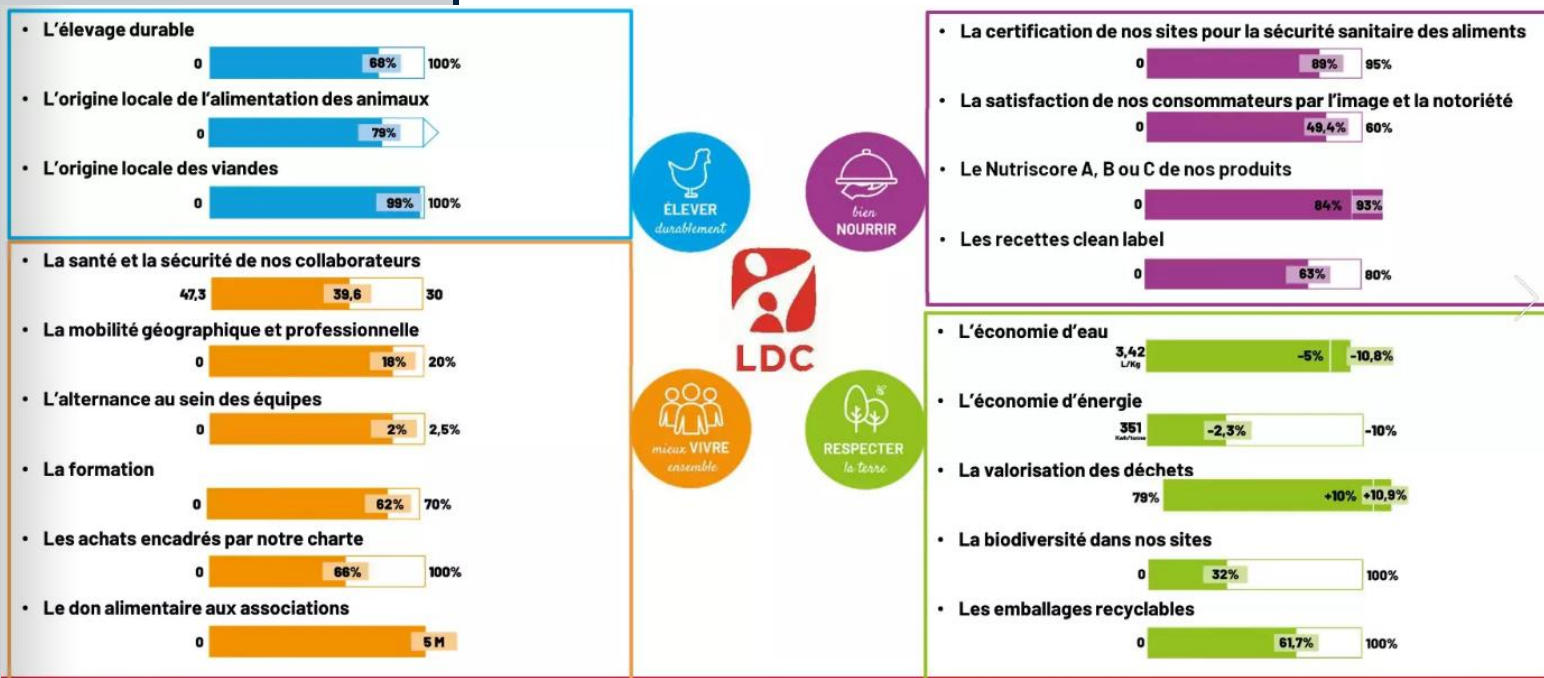
Source: Société

Deuxième mesure des efforts: la progression du plan RSE 2025

Le groupe a établi il y a quelques temps un plan RSE à horizon 2025, articulé autour de 4 principaux piliers et en phase avec un certain nombre d'ODD des Nations-Unies:

- Elever durablement
- Bien nourrir
- Mieux vivre ensemble
- Respecter la terre

A l'intérieur de chacun de ces piliers, le groupe mesure annuellement sa progression en fonction de certains indicateurs clés de performance, comme la part d'élevage durable, l'origine des viandes, la santé/sécurité des collaborateurs, la qualité nutritive des produits vendus ou encore le respect de la biodiversité. Ce plan, sans discuter sa pertinence ni la manière dont la progression sur chaque indicateur est évaluée et quantifiée, semble en bonne voie de réalisation. Plus important selon nous, LDC progresse sans discontinuer sur pratiquement 100% de ses objectifs, ce qui souligne les efforts entrepris sur le sujet. Nous affichons ci-dessous les principaux objectifs de la société à horizon 2025, ainsi que leur état d'avancement.



Dernière mesure des efforts: les initiatives complémentaires

Sur le volet de l'ESG et, plus généralement, de l'amélioration générale de la politique RSE de LDC, nous notons trois éléments additionnels qui traduisent, selon nous, les efforts supplémentaires du groupe en la matière:

- Le lancement de la marque Nature & Respect. Nature & Respect offre sur le marché international toute l'expertise de la volaille élevée sur parcours extérieur (dit aussi de plein air, ou free range). Ces volailles sont nourries avec une alimentation 100% végétale et sans OGM et sont élevées dans le respect du bien-être animal, sur des exploitations plus petites que la moyenne. A noter, plus de 20% des poulets abattus par le groupe sont élevés avec des accès à des parcours extérieurs.

- La création d'un label « maison »: Nature d'éleveurs. En complément des labels déjà existants et des différentes chartes professionnelles à respecter, LDC a lancé depuis 2017 sa démarche Nature d'Éleveurs, supposée fédérer l'ensemble des éleveurs partenaires autour d'une approche durable de l'élevage. A fin 2021, la part des élevages engagés dans cette démarche ou dans une autre (AOP, BIO, LR, free frange, Certifiée) atteint les 68%. Le groupe vise 100% en 2025. La mise en place de ce programme est complètement volontariste de la part de LDC.

- L'adhésion spontanée à associations et autres groupes réunis autour de la question du bien être animal (Humane Slaughter Association, BFAW). LDC est aussi membre de plusieurs organismes professionnels majeurs et est un membre actif sur l'ensemble des sujets liés à l'amélioration de la performance extra-financière des sociétés de la filière avicole.



Perspectives stratégiques et financières

Des résultats 2022 exceptionnels, dans un contexte qui l'est tout autant

Chiffre d'affaires et rentabilité records

Dans une année marquée par l'évolution du prix des matières premières, l'inflation des charges, mais aussi deux épisodes d'influenza aviaire, le contexte aura été plus que difficile pour LDC. Les résultats publiés par la société témoignent toutefois de l'exceptionnelle résilience et agilité de son modèle, et font aussi écho à notre argument du pricing power. Malgré une forte baisse des volumes, entièrement imputable à la grippe, LDC a enregistré une progression de son CA de +15,3%, une hausse pratiquement purement organique, à 5,8 Mds€, portée essentiellement par de fortes revalorisations tarifaires.

Au niveau des résultats, le groupe affiche un ROC en progression de plus de +40%, pour une marge opérationnelle de 5,1%, une augmentation de plus de 100 bps. Au-delà de la hausse du CA, qui a couvert une partie de l'inflation des coûts, et d'un effet mix, ce sont essentiellement les actions menées par le groupe, notamment la réduction des promotions, qui ont porté la marge.

Par pôle, la volaille a dégagé une MOC de 5,4% (+84,8 M€ en valeur absolue), portée par le mix, les revalorisations tarifaires, l'excellente gestion des promotions, le resserrement de la gamme et un one-off d'environ 15 M€ (vente d'un stock de surgelés). La performance du segment international a été plus que déterminante dans la rentabilité finale de LDC. Avec un ROC de 73,1 M€ (vs 29,3 M€), soit une marge de 9% (+380 bps), le segment a bénéficié de la contribution des élaborés mais aussi d'un important effet prix sur les spécialités (canards, oies), dont la pénurie de volumes (grippe aviaire) a fait doubler le prix des produits disponibles. Côté traiteur, l'insuffisance des revalorisations tarifaires a entraîné une baisse de la rentabilité, qui reste toutefois dans le positif (1 M€).

FCF > 200 M€, et un bilan forteresse

Avec une CAF en hausse de +40%, un effet BFR positif (baisse des stocks) et des CAPEX à 4,8% du CA, le FCF dégagé sur l'exercice atteint les 240 M€ (267 M€ Euroland), soit une conversion de près de 45% de l'EBITDA. Le bilan du groupe continue de se renforcer, si tant est qu'il en ait besoin: la trésorerie nette de LDC atteint désormais les 380 M€. Un dividende de 2,70 € (payout 22%) sera proposé en AG.

6 Mds€ en 2023, 7 Mds€ en 2026

Le groupe a profité des résultats annuels pour reconfirmer son plan à 2026 (CA 7 Mds, EBITDA 560 M€) et a annoncé attendre au moins 6 Mds€ de CA en 2023/2024, pour une marge opérationnelle de 5%. Tout le challenge de LDC cette année résidera dans sa capacité à réitérer son exceptionnelle performance de 2022, dans un contexte qui devrait être un peu plus normalisé cette fois-ci, avec une détente sur les prix. La priorité va être donnée à la relance des volumes, notamment sur la volaille, à une poursuite de la tendance à l'international et à une amélioration des résultats sur le traiteur. Par ailleurs, afin de préserver son avantage concurrentiel durablement et de poursuivre la reconquête des importations, la société va aussi lancer un nouveau plan d'investissement de 200 M€ sur 4 ans et a procédé à deux petites acquisitions opportunistes (CA = 35 M€).

Influenza aviaire, toujours un sujet

Dans une période marquée, comme nous l'avons vu précédemment, par une augmentation importante du prix des matières premières, LDC a aussi dû faire face à une forme hautement pathogène de grippe aviaire, l'influenza, qui a heurté de plein fouet les volumes du groupe.

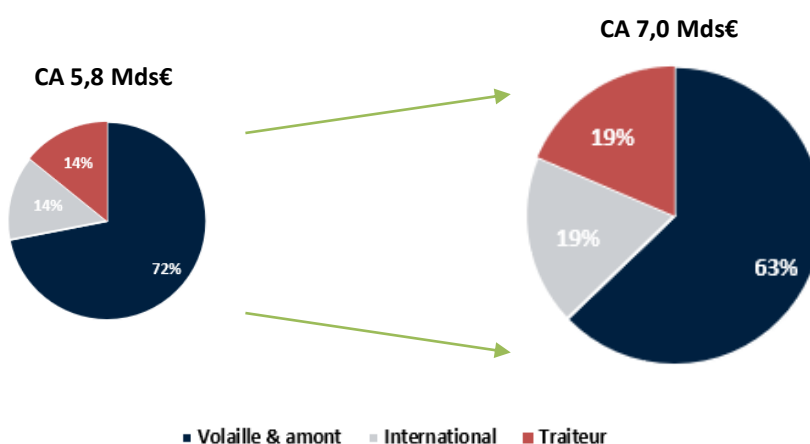
Depuis août 2022, plus de 380 foyers contaminés en élevage ont été recensés. La grippe, initialement circonscrite à des élevages de canards gras et d'oies dans le sud ouest et le bassin vendéen, s'est lentement propagée aux bassins avicoles où LDC opère et a provoqué l'abattage préventif de millions d'animaux. LDC n'a pas été épargné, puisque le groupe considère que ses pertes de volumes sur l'année (entre -8% et -10% sur le pôle volaille) sont entièrement imputables à cet événement.

Si le rythme d'abattages a été ralenti entre le S1 et le S2 (fiscaux), qu'un protocole strict a été mis en place et que le ministère de l'agriculture a récemment rabaisé le niveau de risque de « élevé » à « modéré », la situation doit toujours être surveillée de très près, bien que LDC dispose de l'agilité nécessaire et du maillage territorial suffisant pour compenser une nouvelle baisse potentielle des volumes. La situation sanitaire dans son ensemble nous semble tout de même mieux maîtrisée à présent, mais la grippe reste endémique.

Un objectif de 7 Mds€ en 2026/2027

Depuis l'annonce des résultats 2021/2022, publiés en mai 2022, LDC est engagé dans un plan à horizon 2026, visant l'atteinte d'un chiffre d'affaires de 7Mds€ et d'un EBE de 560 M€ au niveau groupe, avec la répartition suivante: 4,4 Mds€ de CA sur le pôle volaille, 1,3 Mds€ sur le pôle international et 1,3Mds sur le pôle traiteur.

Feuille de route à horizon 2026/2027



Sources: Société, Euroland

Concernant le chiffre d'affaires, les ambitions affichées impliquaient initialement un TCAM 5y (2022-2026) de l'ordre de +6,7% (+3,3% pôle volaille, +17,9% pôle international et +11,6% pôle traiteur). Avec la prise en compte des résultats 2022 et une guidance inchangée, le TCAM 4y induit (2023-2026) est à présent de +4,6% au niveau groupe (+1,1% volaille, +12,5% international et +12% sur le traiteur). Sur l'EBITDA, ce taux de croissance annuel moyen passe de +6,6% (de 407 M€ en 2021/2022 à 560 M€ en 2026/2027) à +0,2%. Il est important de préciser que les ambitions de LDC incluent de potentielles croissances externes et ont été réalisées à partir d'une hypothèse de prix constants, c'est-à-dire hors inflation.

Pour être clairs, il nous semble évident que l'objectif affiché à horizon 2026 (surtout en matière de rentabilité) 1/ n'est pas assez ambitieux, 2/ sera dépassé et 3/ sera revu au moment opportun. Nous jugeons toutefois que réviser maintenant la guidance n'est pas la priorité. Celle-ci doit être donnée à la relance des volumes et au fait de reproduire une performance un peu similaire à 2022, dans un contexte cette fois ci beaucoup plus normal.

Nous alignons donc, pour le moment, notre prévision de top line avec la guidance de la société et attendons un CA groupe de 7,1 Mds€ en 2026/2027e, faisant ressortir un TCAM de +4,6%. Pour 2023e/2024e, nous pensons aussi que la guidance de top line de la direction sera dépassée et tablons sur un CA groupe de 6,2 Mds€. Ci-dessous, le résumé de nos estimations de chiffre d'affaires.

Chiffre d'affaires LDC, 2019-2026e (M€)

Chiffre d'affaires groupe (M€)	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Volaille et amont	3 301	3 327	3 748	4 206	4 328	4 357	4 387	4 417
International	473	446	571	813	918	1 038	1 173	1 313
Traiteur	645	655	750	827	976	1 074	1 181	1 299
Total groupe	4 419	4 428	5 069	5 846	6 222	6 469	6 741	7 030
LFL (%)	3,0%	-1,4%	11,9%	15,5%	5,6%	3,0%	3,2%	3,2%
Périmètre/FX	4,2%	1,6%	2,6%	-0,2%	0,8%	0,9%	1,0%	1,0%
Croissance publiée %)	7,2%	0,2%	14,5%	15,3%	6,4%	4,0%	4,2%	4,3%

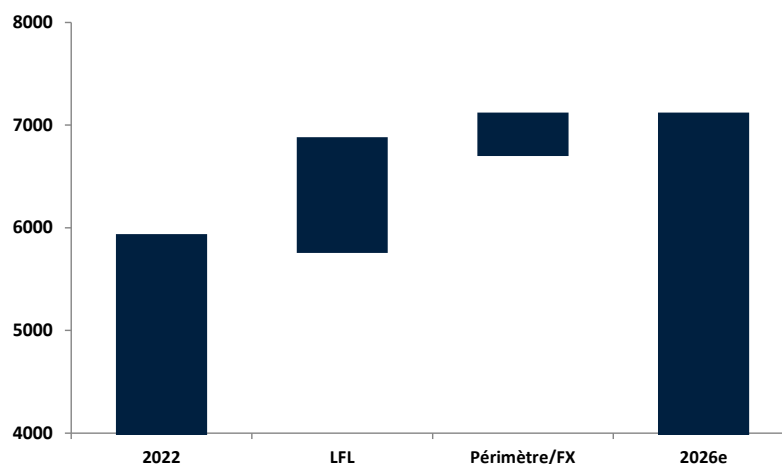
Sources: Société, Euroland

Dans le détail, nos hypothèses de modélisation sont les suivantes:

- **Pôle volaille:** une croissance LFL moyenne de +1,2% 2023e-2026e, basée sur une belle résistance des volumes, un effet mix légèrement positif du fait du développement des élaborés (et de la végétalisation de l'offre, qui est un axe central de la stratégie du pôle dans les années à venir) et une forte contribution de l'amont (intégration Ovoteam en année pleine + surperformance marché avec quelques bps de parts de marché additionnels). Nous ne modélisons aucun M&A sur ce segment, le marché français de la volaille étant relativement concentré, même si LDC pourrait continuer sa politique d'expansion sur l'amont. A noter, le métier « œufs » du groupe représente maintenant plus de 300 M€ de CA (environ 200 M€ sur les œufs coquilles et 110 M€ sur les ovoproduits) et recèle un important potentiel.
- **Pôle international:** une croissance moyenne publiée de +12% sur 2023e-2026e, avec 1/ une progression des parts de marché dans les pays déjà opérés, tirée par la croissance des volumes, un effet mix important (la part des produits élaborés dans les pays de l'est reste pour le moment minoritaire + vigueur des spécialités) et 2/ la contribution essentielle du M&A avec un marché européen qui regorge de cibles.
- **Pôle traiteur:** une croissance moyenne de +12% 2023e-2026e, répartie entre la progression organique des ventes (+9%), sur lesquelles des revalorisations tarifaires tardives ont été obtenues, et la croissance externe (+3%). Sur ce segment également, il reste de belles opérations de consolidation à mener. D'après la direction, des contacts ont d'ailleurs déjà été établis avec plusieurs acteurs du secteur, bien que rien n'ait pour le moment abouti.

En résumé, nous présentons le bridge de chiffre d'affaires 2023-2026e du groupe ci-dessous. Nous modélisons un CAGR de +3,8%, réparti entre la progression organique des ventes et la croissance externe.

Bridge CA LDC, 2022-2026e (M€)



Sources: Société, Euroland

Plus de cibles qu'il n'en faut

Comme indiqué, la croissance externe restera l'un des vecteurs de croissance les plus importants de LDC sur les années à venir. Si le marché français de la volaille nous semble maintenant bien consolidé, et qu'il est difficile d'imaginer le groupe gagner davantage de parts de marché d'un point de vue purement concurrentiel, la situation est toute autre à l'international et sur le traiteur.

En Europe, LDC reste le leader européen. Le reste du marché est l'apanage de plusieurs autres acteurs régionaux, dominants eux aussi à leur échelle: Plukon aux Pays Bas (CA > 2 Mds€), 2 Sisters Food Group et Moy Park en Grande Bretagne (CA > GBP1,5bn), PHW en Allemagne (CA > 2,7 Mds€) ou encore Scandi Standard, société cotée, sur la Scandinavie (CA > 1Md€). Malgré les difficultés récentes éprouvées par certains d'entre eux et la puissance de feu de LDC, nous pensons que ces noms sont un peu trop gros pour l'appétit et les moyens du groupe. Heureusement, il reste tout de même beaucoup d'acteurs de taille moyenne à regarder pour LDC. D'après Wattagnet, site spécialisé dans les données sur l'industrie mondiale de la volaille, nous dénombrons plus d'une trentaine de producteurs « moyens » susceptibles d'intéresser le groupe.

Sur le pôle traiteur, LDC a maintes fois fait part de son envie de réaliser de nouvelles acquisitions, maintenant que Marie utilise tout son potentiel. Pour rappel, sur le frais, LDC couvre un peu plus de 55% du rayon. Nous pensons que le groupe va maintenant accélérer pour tendre progressivement vers les 100% en visant en priorité des familles avec des marques de qualité, voire du bio ou des produits innovants (la végétalisation des marques reste un axe majeur du développement des ventes, pourquoi ne pas gagner en rapidité via de la croissance externe?).

Il suffit de passer quelques minutes en supermarché pour se rendre compte du nombre impressionnant de marques traiteur, au sens large:

- Sur les pâtes et pizzas, qui pourraient être la priorité du groupe, on retrouve Lustucru, Giovanni Rana, ou encore Sodebo, leader du marché devant Marie
- Sur les autres familles de produits, nous pensons aux grandes marques comme Tipiak, Fleury Michon, Charal
- Nous pouvons aussi évoquer des marques un peu plus « niches »: Isali dans les plats préparés asiatiques, Garden Gourmet dans les produits végétaux, Jardin Bio dans la nourriture biologique, etc...

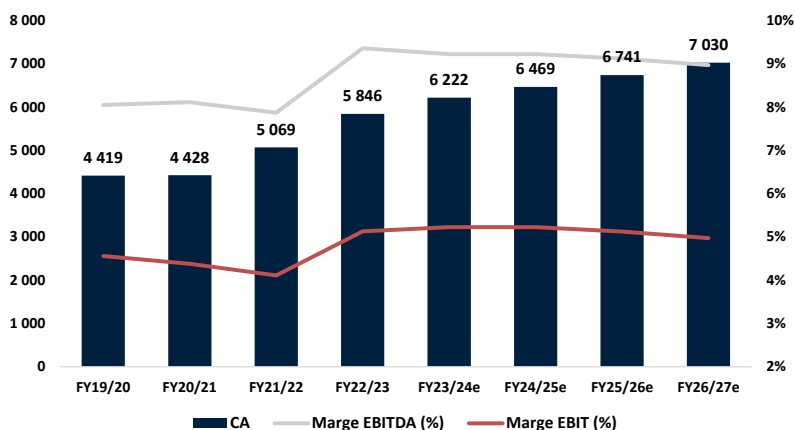
Dans l'ensemble, étant donné la situation bilancielle du groupe et sa position de trésorerie nette, nous estimons que LDC pourrait consacrer une enveloppe comprise entre 100M€ et 150 M€ sur quatre ans au M&A, pour racheter environ le double de CA (multiple de 0,5x le CA). Nous nous attendons à ce que LDC rachète des actifs de meilleure qualité que dans le passé, notamment sur la partie traiteur, la société ayant passé énormément de temps à redresser (avec succès) certaines de ses précédentes acquisitions.

Quel potentiel de marge ?

Si le potentiel de croissance du chiffre d'affaires demeure très important, nous pensons que celui du développement de la marge est un peu plus limité. Avec un modèle basé sur la prise de marché par l'essor des volumes, et donc de la promotion, la hausse de la rentabilité du groupe (en termes relatifs) devrait rester plus contenue. LDC a réalisé 9,5% de marge d'EBITDA en 2022, mais avec 20% de volumes en promotions, contre environ 30% en normatif, et vise 8% de marge en 2026/2027e. Avec 1/ un retour progressif vers un niveau normatif de promotions, 2/ un marché de la volaille en France plutôt mature, 3/ un mix (poursuite de l'innovation dans les élaborés à plus forte valeur ajoutée, développement du végétal) toujours très positif et 4/ de la vigueur sur les pôles international et traiteur, nous pensons que le niveau d'EBITDA auquel LDC peut prétendre se situe plus autour des 9% (630 M€).

En matière de marge opérationnelle, la volonté de LDC d'investir dans son modèle ne semble pas faiblir. Un nouveau plan de 200 M€ sur 4 ans a été annoncé et l'envie de continuer de développer et de moderniser l'actif afin de creuser l'écart avec les concurrents est toujours bien présente. Nous modélisons ainsi des CAPEX de 300 M€ en 2023e (soit 4,8% du CA), et faisons atterrir ces CAPEX à 4,5% du CA estimé en 2026e, soit 316 M€. Pour repère, la société dépense environ 130 M€ de CAPEX de maintenance par an (grosso modo 1 M€ par site industriel), auxquels il faut ajouter les 50 M€ annuels du plan et les CAPEX additionnels potentiels de croissance en fonction des opportunités. Post DAP (nous modélisons un ratio CAPEX/DAP qui tend vers 1,1x en 2026e), nous estimons que, sur la base d'un CA 2026e de 7 Mds€, LDC devrait générer 5% de marge opérationnelle, soit un ROC de 350 M€.

Profil financier de LDC à horizon 2026, estimations Euroland (M€, %)



Par pôle, nous pensons que la rentabilité du groupe à horizon 2026 sera principalement tirée par celle de l'international, du traiteur et du dynamisme du pôle amont. Nous prévoyons 4,6% de marge opérationnelle sur le segment volaille et amont (donc 8% sur l'amont), 6% sur l'international sous l'effet de l'amélioration continue du mix-produits et d'intégrations moins déficitaires et 5,2% sur le traiteur.

ROC divisionnel LDC, estimations Euroland, 2019-2026e (M€, %)

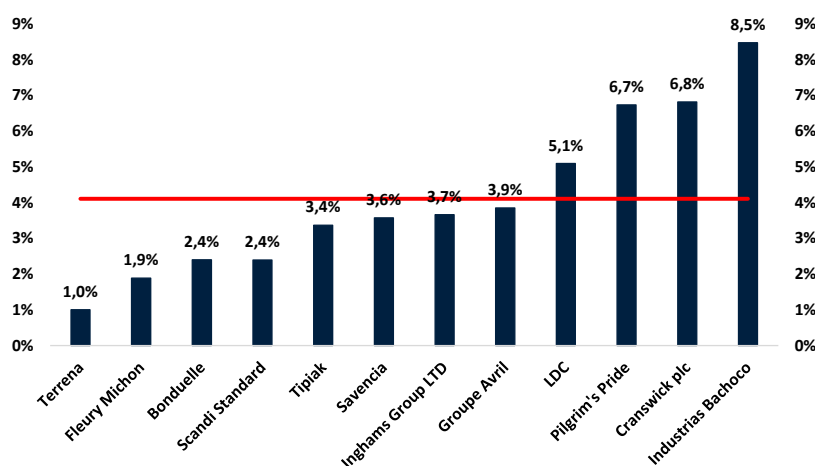
ROC divisionnel (M€)	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Volaille et amont	154	141	141	226	225	217	213	204
Dont volaille	134	123	124	196	186	177	171	159
Dont amont	20	18	17	30	39	40	42	45
International	22	18	29	73	65	73	76	79
Traiteur	26	34	38	1	34	48	56	68
ROC groupe (M€)	201	194	208	300	325	338	345	350
Volaille et amont	4,7%	4,3%	3,8%	5,4%	5,2%	5,0%	4,9%	4,6%
Dont volaille	4,5%	4,1%	3,6%	5,2%	4,9%	4,6%	4,5%	4,1%
Dont amont	6,5%	5,6%	4,9%	7,3%	7,4%	7,5%	7,7%	8,0%
International	4,6%	4,1%	5,1%	9,0%	7,1%	7,0%	6,5%	6,0%
Traiteur	4,0%	5,2%	5,1%	0,1%	3,5%	4,5%	4,7%	5,2%
Marge ROC groupe (%)	4,6%	4,4%	4,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,1%	5,0%
Volaille et amont	-11	-41	-49	161	-16	-22	-13	-24
Dont volaille	-18	-37	-47	152	-26	-27	-18	-33
Dont amont	47	-91	-61	235	11	10	20	30
International	-136	-41	98	386	-189	-10	-50	-50
Traiteur	101	116	-9	-498	338	100	20	50
Marge ROC groupe (bps)	-5	-18	-27	102	9	1	-11	-14

Sources: Société, Euroland

En comparant aux concurrents cotés de LDC (au sens large), ou à ceux dont une partie de l'information financière est disponible, nous remarquons qu'en matière de rentabilité, LDC se situe dans le premier tiers de l'échantillon, et donc au dessus de la moyenne.

Evidemment, ces données sont statiques et ne prennent pas en compte les potentiels différences d'activité, de mix, de géographie, de maturité, de dynamique ou encore de comptabilité entre les acteurs. Toutefois, nous remarquons que LDC est le groupe le plus rentable sur le marché français, ce qui pourrait laisser à penser que le potentiel d'expansion des marges du groupe, toute chose égale par ailleurs, reste assez limité.

Marge EBIT LDC vs peers et moyenne échantillon, dernière année publiée (%)



Sources: Société, Euroland

TCAM des BPA 2023e-2026e: +4,7%

Si elles sont atteintes, nos prévisions devraient mener à une croissance solide des BPA du groupe sur la période concernée. Nous modélisons un TCAM de +4,7% des BPA (non dilués) entre 2023e et 2026e. Notons l'augmentation de la contribution des produits d'intérêt du groupe, dans un contexte de remontée des taux et d'une trésorerie placée (sur des DAT, principalement) en progression. Nous fournissons le détail de nos estimations ci-dessous.

P&L LDC, estimations Euroland, 2017-2026e (M€)

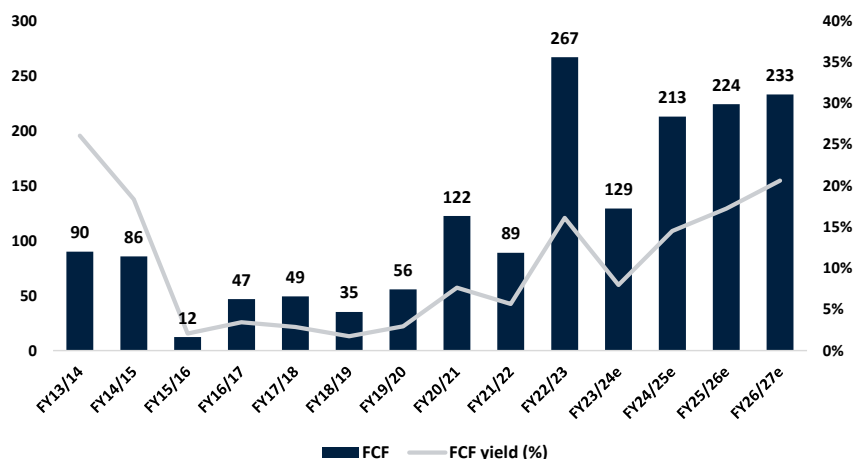
M€	FY17/18	FY18/19	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Chiffre d'affaires	3 827	4 124	4 419	4 428	5 069	5 846	6 222	6 469	6 741	7 030
<i>Croissance (%)</i>	6,9%	7,7%	7,2%	0,2%	14,5%	15,3%	6,4%	4,0%	4,2%	4,3%
Dont volaille et amont	2 950	3 154	3 301	3 327	3 748	4 206	4 328	4 357	4 387	4 417
<i>Croissance (%)</i>	6,1%	6,9%	4,7%	0,8%	12,7%	12,2%	2,9%	0,7%	0,7%	0,7%
Dont international	274	353	473	446	571	813	918	1 038	1 173	1 313
<i>Croissance (%)</i>	13,2%	29,0%	33,9%	-5,8%	28,0%	42,4%	13,0%	13,0%	13,0%	12,0%
Dont traiteur	603	617	645	655	750	827	976	1 074	1 181	1 299
<i>Croissance (%)</i>	8,0%	2,2%	4,6%	1,6%	14,5%	10,3%	18,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBE	300	318	360	364	407	555	574	597	615	631
<i>Marge (%)</i>	7,8%	7,7%	8,1%	8,2%	8,0%	9,5%	9,2%	9,2%	9,1%	9,0%
Dont volaille et amont	248	244	270	266	289	226	0	0	0	0
<i>Marge (%)</i>	8,4%	7,7%	8,2%	8,0%	7,7%	5,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dont international	16	30	40	38	52	73	0	0	0	0
<i>Marge (%)</i>	5,9%	8,6%	8,4%	8,4%	9,1%	9,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dont traiteur	36	41	50	60	66	1	0	0	0	0
<i>Marge (%)</i>	5,9%	6,6%	7,7%	9,1%	8,8%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROC	185	190	201	194	208	300	325	338	345	350
<i>Marge (%)</i>	4,8%	4,6%	4,6%	4,4%	4,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,1%	5,0%
Dont volaille et amont	159	151	154	141	141	226	225	217	213	204
<i>Marge (%)</i>	5,4%	4,8%	4,7%	4,3%	3,8%	5,4%	5,2%	5,0%	4,9%	4,6%
Dont international	11	21	22	18	29	73	65	73	76	79
<i>Marge (%)</i>	4,0%	5,9%	4,6%	4,1%	5,1%	9,0%	7,1%	7,0%	6,5%	6,0%
Dont traiteur	15	19	26	34	38	1	34	48	56	68
<i>Marge (%)</i>	2,5%	3,0%	4,0%	5,2%	5,1%	0,1%	3,5%	4,5%	4,7%	5,2%
Résultat net, part du groupe	141	149	144	141	165	225	250	260	266	269
<i>Marge (%)</i>	3,7%	3,6%	3,3%	3,2%	3,3%	3,8%	4,0%	4,0%	3,9%	3,8%
BPA	8,3	8,7	8,4	8,2	9,4	12,7	14,2	14,7	15,1	15,2
<i>Croissance (%)</i>	6,5%	4,6%	-3,3%	-2,1%	14,1%	36,1%	11,5%	3,9%	2,2%	1,2%

Sources: Société, Euroland

FCF: vers >200 M€/an en normatif....

Avec une marge brute d'autofinancement qui ne devrait pas subir de grosses perturbations, un besoin en fonds de roulement stable et des CAPEX en baisse relative (en % du CA), nous estimons que le FCF annuel de LDC devrait dépasser les 200 M€ à terme, faisant ressortir une conversion en progression (>30% vs une fourchette 20-25% historiquement). Le FCF yield induit par ces estimations est supérieur à 10%, dès 2023-2024e, et demeure extrêmement attractif selon nous.

FCF LDC et FCF yield, 2013-2026e, estimations Euroland (M€, %)

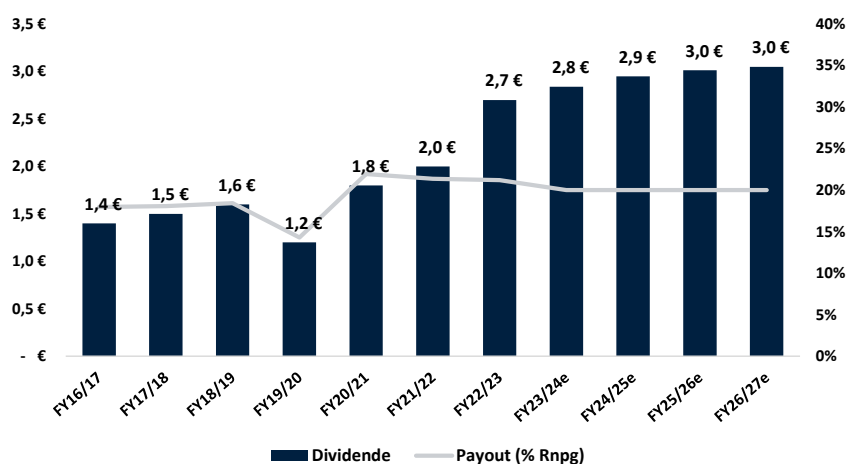


Sources: Société, Euroland

... Qui financera le M&A et le paiement du dividende

L'amélioration continue de la génération de cash devrait permettre d'encore renforcer le bilan de LDC, dont la position nette de trésorerie pourrait atteindre près de 900 M€ en 2026. La prudence étant un principe cardinal du groupe, nous ne voyons aucun changement significatif ou majeur à venir dans l'allocation de cette trésorerie. Le dividende versé par le groupe (plus de 200 M€ cumulé sur dix ans) ne devrait pas non plus voir son taux de distribution augmenter. Nous modélisons un payout stable, à 20% du résultat net, sur les années à venir.

Dividende (€/action) et payout (%), 2016-2026e, estimations Euroland



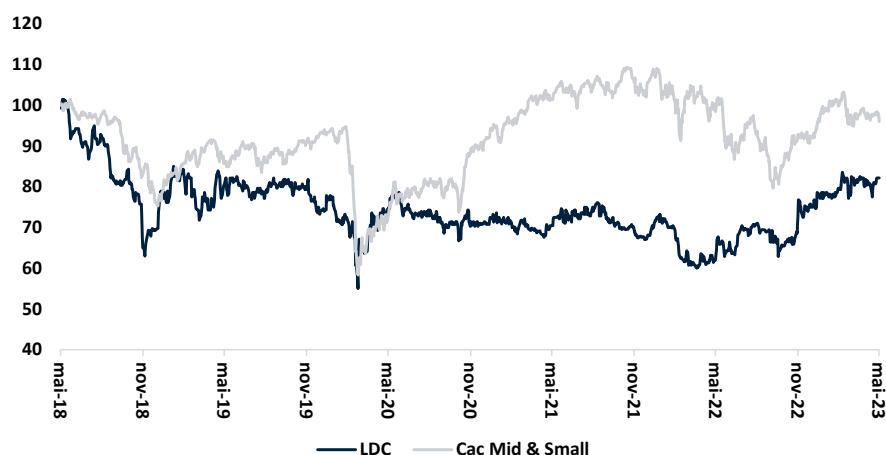
Sources: Société, Euroland

Valorisation et objectif de cours

Le cours sous-performe l'indice de référence à 5 ans

Si, à long terme, la performance du titre a été lente mais substantielle (+600% depuis l'introduction en 1995, 10-bagger dividendes réinvestis), la hausse est un peu freinée depuis quelques années. Après avoir atteint un plus haut historique en 2018, à 140€, le titre est temporairement retombé vers 80 € avant de se rétablir. Sur 5 ans, LDC sous-performe d'ailleurs son indice de référence, le CAC Mid & Small.

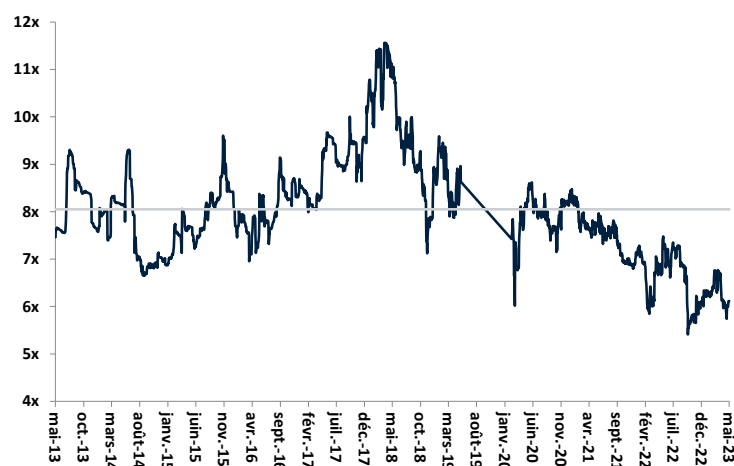
Cours vs performance Cac Mid & Small, base 100 mai 2018



Sources: Factset, Euroland

Cette sous performance coïncide avec le fort derating de la valeur sur la même période de temps. A partir de mi/fin 2018, les multiples de valorisation de LDC ont fortement dégonflé. L'EV/EBIT forward est par exemple passé d'environ 12x pour atterrir 50% plus bas, à moins de 6x en novembre 2022. Comme dit précédemment, nous pensons avoir identifié un certain nombre de facteurs explicatifs: désintérêt du marché pour l'industrie et la thématique, craintes autour de la montée du véganisme/bien-être animal, baisse de la consommation de viande mais aussi, de manière plus idiosyncratique, un ralentissement de la croissance organique du groupe et un tassement de ses marges (marge EBIT 2018: 4,6% vs 4,1% en 2021).

NTM EV/EBIT LDC, 2018-actuel (x)



Sources: Factset, Euroland

Etant donné les différents éléments que nous avons mis en avant dans l'étude, nous pensons que ce derating est arrivé à son terme, et que la valorisation actuelle du titre 1/ est assez éloignée de sa valeur intrinsèque et 2/ offre une décote qui n'est ni justifiée par rapport à son historique de valorisation, ni par rapport à celui de ses comparables actuels.

DCF = valorisation de 171 €/action

Pour évaluer la société, nous avons retenu dans un premier temps l'approche par DCF, modélisé sur 10 ans. Nous dérivons une valorisation de 171 €/action via cette méthode. Les principales hypothèses du DCF sont les suivantes:

- **Chiffre d'affaires:** Nous tablons dans un premier temps sur une poursuite de la croissance jusqu'en 2026/2027 (CAGR +3,8%), en accord avec nos prévisions et le plan annoncé. Dans un second temps, nous attendons une décélération de cette croissance. Notre taux de croissance long-terme est de +1%.

- **Marge opérationnelle:** Nous prenons l'hypothèse d'une marge opérationnelle du groupe de 5% jusqu'en 2026/2027e, puis d'un recul progressif jusqu'à 4%, reflétant l'arrivée à maturité des deux principaux relais de croissance du groupe, l'international et le traiteur.

- **CAPEX:** Nous attendons un niveau moyen de CAPEX de 4,4% du CA, qui sera atteint dès 2026/2027, en phase avec un ralentissement des investissements de croissance du groupe.

- **Taux d'imposition:** Nous prenons un taux normatif de 25%.

- **Un taux d'actualisation de 9%, basé sur:**

- Un taux sans risque de 3,05% (OAT 10 ans au 24/05/2023)

- Une prime de risque de 5,50%

- Un beta de 0,9, reflétant le profil défensif du groupe

- Un taux de croissance à l'infini de 1%

- Une prime de risque spécifique de 1% étant donné 1/ la faible liquidité du titre et 2/ son exposition conséquente au risque de controverse ESG.

- La société est net cash et a donc un discount rate équivalent au coût de ses capitaux propres.

DCF de LDC (171 €/action)

En M€	23/24e	24/25e	25/26e	26/27e	27/28e	28/29e	29/30e	30/31e	31/32e	32/32e
Chiffre d'affaires	6 222	6 469	6 741	7 030	7 277	7 495	7 683	7 836	7 954	8 033
<i>Croissance (%)</i>	6,4%	4,0%	4,2%	4,3%	3,5%	3,0%	2,5%	2,0%	1,5%	1,0%
Résultat opérationnel courant	325	338	345	350	349	345	338	329	318	321
<i>MOC (%)</i>	5,2%	5,2%	5,1%	5,0%	4,8%	4,6%	4,4%	4,2%	4,0%	4,0%
- Impôts	-84	-87	-89	-90	-87	-86	-85	-82	-80	-80
<i>Taux d'IS (%)</i>	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
+ DAP nettes	249	259	270	281	291	300	307	313	318	321
<i>en % du CA</i>	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Cash flow opérationnel	490	510	526	541	553	558	561	560	557	562
BFR	141	144	146	148	157	165	173	181	187	193
<i>en % du CA</i>	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,4%	2,4%
- Variation du BFR	-71	-3	-2	-2	-9	-8	-8	-7	-7	-6
- Investissements opérationnels	-300	-304	-310	-316	-320	-330	-330	-329	-326	-321
<i>en % du CA</i>	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%
Free Cash flow	119	203	214	223	224	220	223	224	224	235
Free Cash flow actualisé	109	171	165	158	146	131	122	112	103	99
Somme des FCF actualisés	1 316									
Valeur terminale actualisée	1 254									
Valeur d'entreprise	2 570									
Dette nette	-410									
Actifs financiers	30									
Intérêts minoritaires	0									
Valeur des capitaux propres	3 009									
Nombre d'actions	17 635									
Valeur par action	171									

WACC

Calcul du WACC	
Taux sans risque (OAT 10 ans)	3,1%
Prime de risque	5,5%
Beta	0,9
Coût des capitaux propres	8,0%
Coût de la dette	0,9%
Dette (% EV)	0%
Equity (% EV)	100%
Coût moyen pondéré du capital	8,0%
Taux de croissance à l'infini	1,0%
Prime de risque spécifique	1,0%
CMPC post prime	9,0%

Sur la base de nos estimations, notre valorisation par DCF ressort à 171 €/action. Ci-dessous, la sensibilité de notre valorisation aux hypothèses de taux d'actualisation, de croissance perpétuelle et de marge opérationnelle normative.

Matrices de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	8,0%	180	186	192	200	209
	8,5%	170	175	181	187	194
	9,0%	162	166	171	176	182
	9,5%	154	158	162	166	171
	10,0%	147	150	154	158	162

		Marge opérationnelle				
		3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
WACC	8,0%	169	170	201	205	215
	8,5%	160	168	185	190	200
	9,0%	152	164	171	178	193
	9,5%	145	155	165	174	188
	10,0%	133	137	142	148	155

Approche par comparables: 157 €/action

La deuxième méthode que nous avons retenue est celle des comparables boursiers. Nous avons construit deux échantillons distincts mais complémentaires, reflétant les caractéristiques du business model de LDC, avec un premier panel regroupant les principaux acteurs cotés spécialisés dans la volaille, et dans un second échantillon, les principaux groupes de l'agroalimentaire français.

Dans le premier groupe de comparables, nous avons retenu les sociétés suivantes: Scandi Standard AB, Pilgrim's Pride Corporation et Inghams Group Ltd.

Dans le second groupe de comparables, nous avons opté pour Bonduelle SCA, Poulaillon SA, Savencia SA et enfin Tipiak SA.

Approche par comparables LDC (157 €/action)

Société	Capitalisation (€M)	EV/sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
		2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Peers volailles													
Scandi Standard AB	311	0,4x	0,4x	0,4x	6,5x	6,1x	5,6x	12,3x	11,0x	9,6x	14,0x	11,5x	9,8x
Pilgrim's Pride Corporation	5 182	0,5x	0,5x	0,4x	9,3x	6,8x	6,6x	16,4x	10,1x	9,7x	20,4x	10,9x	10,5x
Inghams Group Ltd.	685	0,6x	0,6x	0,6x	4,3x	4,0x	3,8x	12,0x	10,2x	9,2x	17,3x	13,7x	11,8x
Peers agroalimentaire													
Bonduelle SCA	378	0,3x	0,3x	0,3x	5,3x	4,7x	4,3x	12,5x	10,3x	8,8x	12,5x	8,1x	6,7x
Poulaillon SA	23	0,4x	0,4x	0,4x	4,3x	4,0x	3,7x	14,7x	11,6x	11,9x	17,8x	12,9x	12,9x
Savencia SA	848	0,2x	0,2x	0,2x	2,8x	2,6x	2,5x	5,5x	5,1x	4,7x	8,0x	6,9x	6,1x
Tipiak SA	53	0,5x	0,4x	0,4x	5,8x	5,2x	5,2x	15,6x	12,4x	9,4x	13,0x	10,0x	9,5x
Moyenne	1 068,7	0,4x	0,4x	0,4x	5,5x	4,8x	4,5x	12,7x	10,1x	9,1x	14,7x	10,6x	9,6x
Médiane	377,9	0,4x	0,4x	0,4x	5,3x	4,7x	4,3x	12,5x	10,3x	9,4x	14,0x	10,9x	9,8x

	CA			EBITDA			EBIT			RN		
	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
LDC	6 222	6 469	6 741	574	597	615	325	338	345	250	260	266
VE induite moyenne (M€)	2 578	2 571	2 568	3 133	2 856	2 791	4 137	3 413	3 127	3 685	2 746	2 553
VE induite médiane (M€)	2 759	2 614	2 573	3 033	2 828	2 640	4 078	3 492	3 259	3 506	2 829	2 594
VE moyenne induite (M€) issue des comparables	3 015											
Dettes nettes	-410											
Actifs financiers	30											
Intérêts minoritaires	0											
Valeur des capitaux propres	3 455											
Décote	20,0%											
Nombre d'actions	17 635											
Valeur par action	157											

Nous dérivons une valeur par action LDC de 157 € avec la méthode des comparables. Nous avons appliqué une décote de 20% à notre equity value étant donné la faible liquidité du titre, et un risque de controverse ESG que nous jugeons relativement plus important chez LDC que chez ses concurrents en tant qu'acteur dominant du marché de la volaille.

164 €/action (+38%), recommandation Achat

La moyenne de nos deux approches fait ressortir une valorisation de LDC à 164 €/action, soit un potentiel de hausse de +38%. L'EV/EBIT 2023e induit par notre valorisation est de 7,5x, un niveau inférieur à la moyenne 10 ans de LDC.

Annexes

Compte de résultat (M€)	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Chiffre d'affaires	4 419	4 428	5 069	5 846	6 222	6 469	6 741	7 030
Excédent brut d'exploitation	356	359	399	547	574	597	615	631
Résultat opérationnel courant	201	194	208	300	325	338	345	350
Résultat opérationnel	200	189	213	300	325	338	345	350
Résultat financier	0	0	1	2	10	10	10	10
Impôts	-52	-47	-46	-70	-84	-87	-89	-90
Mise en équivalence	-2	1	-1	-6	0	0	0	0
Part des minoritaires	2	2	1	1	1	1	1	1
Résultat net part du groupe	144	141	165	225	250	260	266	269
Bilan (M€)	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Actifs non courants	1 300	1 333	1 435	1 459	1 510	1 556	1 596	1 631
<i>dont goodwill</i>	262	253	277	266	266	266	266	266
BFR	104	110	90	70	141	144	146	148
Disponibilités + VMP	181	246	293	397	479	642	814	994
Capitaux propres	1 420	1 542	1 714	1 885	2 089	2 300	2 515	2 732
Emprunts et dettes financières	419	388	385	454	454	454	454	454
Total Bilan	2 880	2 973	3 259	3 718	4 010	4 275	4 550	4 832
Tableau de flux (M€)	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Marge brute d'autofinancement	303	318	347	486	501	520	537	551
Variation de BFR	-19	12	-20	24	-71	-3	-2	-2
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	284	331	327	510	429	517	534	549
CAPEX nets	-228	-208	-238	-243	-300	-304	-310	-316
FCF	56	122	89	267	129	213	224	233
Augmentation de capital	0,0	4,5	41,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-24	-25	-12	72	0	0	0	0
Dividendes versés	-28	-24	-33	-37	-48	-50	-52	-53
Flux nets de trésorerie liés au financement	-57	-27	-36	-126	-48	-50	-52	-53
Variation de trésorerie	-80	89	28	110	82	163	172	180
Ratios (%)	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Variation chiffre d'affaires	7,2%	0,2%	14,5%	15,3%	6,4%	4,0%	4,2%	4,3%
Marge EBE	8,1%	8,1%	7,9%	9,4%	9,2%	9,2%	9,1%	9,0%
Marge opérationnelle courante	4,6%	4,4%	4,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,1%	5,0%
Marge opérationnelle	4,5%	4,3%	4,2%	5,1%	5,2%	5,2%	5,1%	5,0%
Marge nette	3,3%	3,2%	3,3%	3,8%	4,0%	4,0%	3,9%	3,8%
CAPEX (% CA)	5,2%	4,7%	4,7%	4,2%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%
BFR (% CA)	2,4%	2,5%	1,8%	1,2%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%
ROCE	9,6%	9,0%	10,2%	14,7%	14,8%	14,9%	14,9%	14,7%
ROCE hors GW	11,8%	10,9%	12,5%	17,8%	17,6%	17,7%	17,5%	17,3%
ROE	10,2%	9,2%	9,7%	12,0%	12,0%	11,4%	10,6%	9,9%
Payout	14,3%	21,9%	21,4%	21,2%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Dividend yield	1,1%	1,8%	2,0%	2,5%	2,4%	2,5%	2,5%	2,6%
Ratios d'endettement	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Gearing (%)	-1,4%	-8,0%	-10,6%	-20,2%	-19,6%	-24,7%	-29,1%	-33,2%
Dettes nettes/EBE	-0,1	-0,3	-0,4	-0,7	-0,7	-1,0	-1,2	-1,4
EBE/charges financières	441,4	1 136,2	481,4	835,2	54,8	56,9	58,7	60,2
Valorisation	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Nombre d'actions (en millions)	17,1	17,1	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6
Nombre d'actions moyen (en millions)	17,1	17,1	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6
Cours (moyenne annuelle en euros)	109,2	100,3	99,5	107,4	119,0	119,0	119,0	119,0
(1) Capitalisation boursière moyenne	1 872	1 718	1 754	1 894	2 099	2 099	2 099	2 099
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	-20	-123	-181	-381	-410	-567	-733	-906
(3) Valeur des minoritaires	12	7	6	7	8	9	10	12
(4) Valeur des actifs financiers	-30	-32	-38	-30	-30	-30	-30	-30
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	1 834	1 570	1 541	1 490	1 667	1 511	1 346	1 174
VE/CA	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
VE/EBE	5,2	4,4	3,9	2,7	2,9	2,5	2,2	1,9
VE/ROC	9,1	8,1	7,4	5,0	5,1	4,5	3,9	3,4
P/E	13,0	12,2	10,6	8,4	8,4	8,1	7,9	7,8
P/B	1,3	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8
P/CF	6,6	5,2	5,4	3,7	4,9	4,1	3,9	3,8
FCF yield (%)	3,0%	7,8%	5,8%	17,9%	7,8%	14,1%	16,7%	19,9%
Données par action (€)	FY19/20	FY20/21	FY21/22	FY22/23	FY23/24e	FY24/25e	FY25/26e	FY26/27e
Bnpa	8,4	8,2	9,4	12,7	14,2	14,7	15,1	15,2
Book value/action	82,9	90,0	97,2	106,9	118,4	130,4	142,6	154,9
Dividende /action	1,2	1,8	2,0	2,7	2,8	2,9	3,0	3,0

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :

Achat: Depuis le 01/06/2023

Accumuler:

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

« Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de Groupe LDC (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

EuroLand Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80