

Vilmorin Clause & Cie (128,5 €)

Reuters : VILM.PA

Bloomberg : RIN FP

Agroalimentaire France

Achat

147,5 € (target)

Rés. Semestriels / CA T3

Prochain événement : CA annuel
04/08/04

Capi. bours : 410 M€
Dette nette 2004e : 93 M€
ANCPA 2004e : 89,79 €

Extrêmes (12m) : 78,1-142 €
Volume/jour : 1 500
Flottant : 29,9%

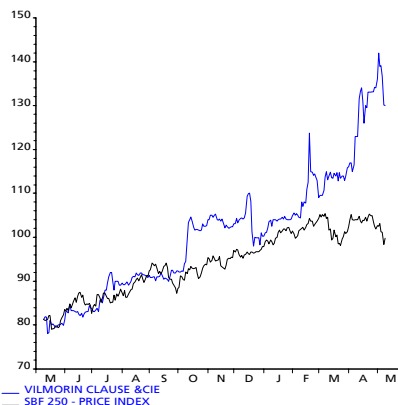
Perf rel SBF 250 (%) :

1m +10
3m +24
12m +29

Perf abs (%) :

1m +4
3m +20
12m +57

Vilmorin vs. SBF 250 (1 an)



Source : Datastream

Excellent

- **Des objectifs annuels revus en hausse.** Coutumier du fait, il n'en demeure pas moins que le groupe a réservé une excellente surprise avec des résultats semestriels et un CA T3 de très bonne facture. Cela nous a conduits à revoir **en hausse de 8 à 9% nos estimations d'Ebit et de 12% celles de BPA**, avec une marge opérationnelle supérieure à 11%. Dès lors, nous tablons sur un **TMVA des BPA de près de 12%** pour la période 2003/2007, à comparer à un trend historique plutôt voisin de 9%.

- **Les principaux axes de croissance.** Nous conservons une confiance inchangée alors que le groupe bénéficiera de nombreux relais de croissance avec, à la clé, d'importantes réserves de productivité. **L'Asie** reste un important vecteur de croissance alors que la structure du marché favorisera probablement d'autres **rapprochements** (quid de Séminis...) d'où une probable place de leader mondial pour le segment professionnel à terme. De plus, le savoir-faire en matière de R&D, le redressement engagé du pôle grand public et les ressources financières du groupe pour parfaire sa stratégie d'acquisition nous laissent confiants dans la poursuite de l'amélioration de ses marges.

- **Un statut à valoriser.** Nous restons fondamentalement **Acheteurs** avec un objectif de cours ajusté à **147,5€**, qui s'inscrirait plutôt à 155/160€ après prise en compte d'une réduction de la décote par rapport au marché, et compte tenu de ratios de transactions sectorielles qui valoriseraient le groupe à plus d'1x le CA. Le news-flow à venir devrait participer à cette dynamique de hausse.

Au 30 juin	CA	EBITDA	RN pdg	BPA *	Div net	P/E	EV/EBITDA	Rdt net
	(M€)	(M€)	(M€)	(€)	(€)	(x)	(x)	(%)
2003	429,8	51,9	23,3	8,67	3,80	14,8	9,4	3,0
2004e	491,8	70,3	29,7	10,23	4,66	12,6	7,2	3,6
2005e	513,6	75,1	34,1	11,31	5,34	11,4	6,6	4,2
2006e	537,0	80,5	37,2	12,30	5,84	10,4	6,0	4,5

* Avant excep. et survaleur

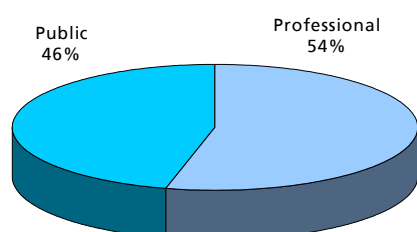
Jean-François Granjon
+33 (0)4 72 68 27 05
jean-francois.granjon@clse.com

13 mai 2004

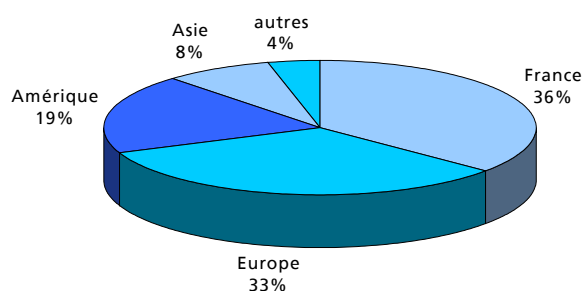
Compte de résultat 2003-2006e

Au 30 juin (M€)	2003	2004e	2005e	2006e
CA	429,8	491,8	513,6	537,0
% de variation	-0,1	+14,4	+4,4	+4,6
Frais de personnel	-114,2	-125,6	-129,4	-133,3
EBITDA	51,9	70,3	75,1	80,5
Marge d'EBITDA (%)	+12,1	+14,3	+14,6	+15,0
Amortissements & provisions	-12,3	-13,3	-13,6	-15,0
Autres éléments	6,8	0,0	0,0	0,0
EBIT	46,4	57,0	61,4	65,5
Résultat financier net	-5,3	-4,4	-4,1	-3,6
Résultat courant avant impôt	41,1	52,6	57,3	61,8
Impôts	-12,1	-18,7	-20,0	-21,4
SME	-0,1	0,0	0,0	0,0
Minoritaires	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Particip & opér. en commun	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat exceptionnel	-3,9	-2,0	-1,0	-1,0
Amortissement de survaleur	-0,5	-0,9	-1,0	-1,0
RN pdg	23,3	29,7	34,1	37,2
RN avt ex., survaleur & IS	39,8	51,4	56,1	60,6
RN avt ex. & survaleur	27,7	32,6	36,1	39,2
Taux d'imposition (%)	29,5	35,6	35,0	34,6
Effectif moyen	2 786	3 075	3 167	3 262
Nb titres (M)	3	3	3	3
BPA publié (€)	7,29	9,32	10,68	11,67
BPA avant ex. et surv (€)	8,67	10,23	11,31	12,30
Survaleur par action (€)	0,16	0,28	0,31	0,31
CFPA (€)	5,06	5,25	12,81	13,99
CFPA disponible (€)	-1,21	0,86	8,73	9,92
ANCPA (€)	83,95	89,79	95,76	101,89
Dividende (€)	3,80	4,66	5,34	5,84

Répartition du chiffre d'affaires par activité



Répartition géographique du chiffre d'affaires



Sources des tableaux de cette page : Société, Oddo Midcap

Tableau de financement 2003-2006e

Au 30 juin (M€)	2003	2004e	2005e	2006e
EBITDA	51,9	70,3	75,1	80,5
Résultat exceptionnel	-3,9	-2,0	-1,0	-1,0
Var. BFR	-18,3	-30,4	-10,1	-10,8
Provisions et autres	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow d'exploitation	29,7	37,9	64,0	68,7
Résultat fin.	-5,3	-4,4	-4,1	-3,6
IS	-12,1	-18,7	-20,0	-21,4
Investissements	-16,1	-12,0	-12,0	-12,0
Cash flow disponible	-3,8	2,7	27,8	31,6
Dividendes	-10,3	-12,1	-14,9	-17,0
Acquisitions/cessions	-0,1	-23,5	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	7,2	19,6	-1,7	-2,6
Variation de la trésorerie	-7,0	-13,2	11,3	11,9

Bilan 2003-2006e

Au 30 juin (M€)	2003	2004e	2005e	2006e
Actif immobilisé	94,9	107,0	107,4	107,4
Goodwill & incorporels	91,3	102,4	101,4	100,4
BFR d'exploitation	197,4	227,8	237,8	248,6
Cash/dette nette	-79,8	-93,0	-81,8	-69,8
Provisions et autres	17,2	17,7	18,2	19,2
Capitaux propres	286,6	326,5	346,7	367,4
Minoritaires et actions préf.	18,9	40,1	41,3	42,5
Situation nette pdg	267,7	286,4	305,4	324,9

Ratios boursiers 2003-2006e

Au 30 juin	2003	2004e	2005e	2006e
P/E avant survaleur (x)	14,8	12,6	11,4	10,4
P/E publié (x)	17,6	13,8	12,0	11,0
P/CF (x)	25,4	24,5	10,0	9,2
P/BV (x)	1,5	1,4	1,3	1,3
Rendement net (%)	3,0	3,6	4,2	4,5
EV/CA (x)	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA (x)	9,4	7,2	6,6	6,0
EV/EBIT (x)	10,6	8,8	8,0	7,3
ROE (%)	10,4	11,8	12,2	12,4
ROCE (%)	12,3	13,9	13,9	14,5
Gearing (%)	27,8	28,5	23,6	19,0
Pay out (%)	52,1	50,0	50,0	50,0

Données société

Actionnariat	51,4%	Groupe Limagrain Holding
	29,9%	Public
	9,3%	Limagrain
	9,3%	Sélia
	0,1%	Autocontrôle

Management M. Daniel CHERON (Administrateur DG)
M. Daniel JACQUEMOND (Directeur Financier)

Adresse 4, quai de la Mégisserie 75001 PARIS
Tel: 04 73 63 41 95 - Fax: 04 73 63 41 80

NOS RECOMMANDATIONS BOURSIERES

Nos recommandations boursières reflètent la performance ABSOLUE attendue sur chaque valeur en monnaie locale à un horizon de 6 mois
Achat : performance ABSOLUE attendue supérieure à 15%
Accumuler : performance ABSOLUE attendue comprise entre 0 et 15%
Alléger : baisse ABSOLUE attendue comprise entre 0 et -15%
Vente : baisse ABSOLUE attendue de plus de 15%

Révision en hausse de nos objectifs annuels	4
Un 1 ^{er} semestre remarquable	4
Les dernières tendances (CA du 3 ^{ème} trimestre)	5
Des réserves de productivité	6
Révision en hausse de nos objectifs annuels	7
Un positionnement clairement établi	9
Valorisation	11

Révision en hausse de nos objectifs annuels

Comme cela avait déjà été le cas lors de la publication des résultats annuels (clôture au 30 juin 2003 avec un Ebit de 46,4M€ soit une marge opérationnelle de 10,7%), le groupe a de nouveau affiché des performances historiquement les meilleures lors de la présentation de ses résultats du 1^{er} semestre (clos au 31 décembre 2003).

Un 1^{er} semestre remarquable

Le CA semestriel a traduit des performances totalement en ligne avec nos attentes (178,4M€ soit une hausse de 18,1% compte tenu de l'intégration de la filiale Israélienne Hazera), avec **une progression retraitée des effets périmètres et de change de +4,6%**, soit un niveau conforme au rythme de croissance du groupe.

Une perte semestrielle fortement réduite

A contrario, les résultats publiés ont été largement meilleurs que prévu, avec un Ebit de -3,5M€ à comparer à notre estimation de -10,5M€ et une perte opérationnelle de -13,1M€ pour le semestre comparable de l'exercice précédent.

Plusieurs éléments justifient une telle performance :

1. La branche Professionnelle a poursuivi sur sa lancée avec une hausse semestrielle de +7,3% à périmètre et change constants (+6,9% pour le 1^{er} semestre de l'exercice précédent). Toutes les filiales ont ainsi affiché de bonnes performances dont Vilmorin, Clause/Tézier, mais également Harris Moran qui a progressé de 13,7% en monnaie locale,
2. Le pôle Grand Public a, pour sa part, affiché de moindres performances (+0,3% à périmètre et change constants) avec, néanmoins, un rattrapage au cours du 2^{ème} trimestre après les conséquences de la canicule au 1^{er} trimestre,
3. Compte tenu du poids prépondérant de l'activité professionnelle, **le niveau de marge commerciale s'est amélioré de 2,4 points à 69,3%**. La part croissante des obtentions (81% au cours de l'exercice précédent) contribue ainsi largement à l'amélioration structurelle de la rentabilité du groupe,
4. La bonne maîtrise des principaux postes de charges (+11,6% pour les frais de personnel compte tenu de l'intégration d'Hazera, +8,5% pour les autres charges d'exploitation) a conforté l'amélioration semestrielle de la marge opérationnelle.

Un Ebit positif pour la branche professionnelle

Aussi, le groupe aura-t-il, pour la première fois, affiché un Ebit largement positif au seul titre de la branche Professionnelle au terme du 1^{er} semestre.

Ebit 1 ^{er} semestre par pôle			
(M€)	2001/02	2002/03	2003/04
Professionnel	-4,2	-1,0	6,8
Grand Public	-8,9	-11,4	-9,8
Consolidé	-14,4	-13,1	-3,5

Source Sociétés

La marge opérationnelle de la branche professionnelle ressort ainsi à près de 6% contre un niveau annuel proche de 15% pour 1/3 du CA annuel réalisé au cours de la période. Cela traduit une meilleure maîtrise de la saisonnalité du groupe. Rappelons, à ce titre, que l'intégration d'Hazera participe à une légère contraction de l'effet saisonnalité.

De plus, la consolidation d'Hazera a permis de renforcer les résultats du groupe, confortant l'effet relatif attendu par ailleurs. En dépit d'une marge commerciale inférieure (60,8%), **Hazera aura permis une réduction de près de 15% de la perte opérationnelle semestrielle, avec une contribution positive proche de 1M€.**

Les dernières tendances (CA du 3^{ème} trimestre)

La publication récente du CA du 3^{ème} trimestre (185,9M€ soit une progression de +10,3%) conforte largement les tendances semestrielles, avec une amélioration de la croissance à périmètre et change constants.

+10% pour le pôle professionnel au cours du 3^{ème} trimestre

En effet, au terme des 9 mois, la hausse du CA consolidé se situe à +5,2% comparativement à +4,6% à la fin du 1^{er} semestre. **Pour le seul 3^{ème} trimestre, la croissance serait de +5,7%.** Cette tendance est d'autant plus importante que le 3^{ème} trimestre est traditionnellement le plus important (près de 40% du CA annuel).

CA semestriel et trimestriel			
(M€)	1 ^{er} semestre	3 ^{ème} trimestre	9 mois
Grand Public	64,8	93,3	158,1
Var.	-2,6%	+1,6%	-0,1%
Var. péri et ch id	+0,3%	+1,9%	+1,2%
Professionnel	113,6	92,6	206,2
Var.	+34,5%	+20,7%	+28,0%
Var. péri et ch id	+7,3%	+10,0%	+8,6%
Consolidé	178,4	185,9	364,3
Var.	+18,1%	+10,3%	+14,0%
Var. péri et ch id	+4,6%	+5,7%	+5,2%

Estimations Oddo Midcap

Le pôle professionnel affiche une excellente performance au cours de ce trimestre, avec une hausse estimée à +10% à périmètre et change constants, comparativement à +7,3% à la fin de semestre. Toutes les filiales suivent une tendance similaire y compris la filiale japonaise, **Kyowa qui a renoué avec une croissance de 4 à 5% pour son activité semences.**

Après un 1^{er} semestre difficile, le pôle Grand Public renoue également avec des tendances positives (+1,9% à périmètre et change constants), avec plus particulièrement de bonnes performances pour Oxadis et la filiale américaine Ferry Morse.

Avec environ 74 à 75% du CA annuel réalisé à fin mars, nous confirmons dès lors **notre objectif de CA de près de 492M€.** Hors impact de change, le groupe aurait été à même de franchir la barre des 500M€ de CA (-12M€ de manque à gagner de CA au titre des devises au terme des 9 mois).

Des réserves de productivité

Le groupe dispose à son actif de nombreuses réserves de productivité à même de renforcer ses marges. Les effets volumes jouent dès lors un rôle déterminant dans une meilleure maîtrise de la structure des coûts, alors que le pôle Grand Public, de par l'amorce de son redressement, devrait, à terme, contribuer à une amélioration des résultats.

Des marges confortées pour le pôle Professionnel...

Malgré une présence qui demeure encore limitée en Asie, le groupe est néanmoins présent sur toutes les plates-formes géographiques principalement consommatrices de semences. Par ailleurs, sa présence sur les principales espèces potagères (dont un positionnement renforcé sur le segment des tomates avec l'intégration d'Hazera) favorise une meilleure couverture et un accroissement des parts de marché (croissance chronique de 4 à 5%, conforme à une hausse de la production légumière de 4,5% en moyenne).

... en redressement pour la division grand public

Contrairement à la division Professionnelle, le pôle Grand Public fait figure de parent pauvre du groupe, avec de moindres contributions et des filiales en pertes. Bien qu'ayant affiché des marges opérationnelles proches de 5% à la fin des années 90, le pôle Grand Public a été marqué, ces derniers exercices, par les difficultés persistantes de certaines filiales dont Flora Frey en Allemagne, et plus récemment Oxadis en France.

Les difficultés chroniques (4,1M€ de pertes nettes au 1^{er} semestre) enregistrées par Flora Frey (et cela malgré l'exploitation d'un nouveau site) tiennent pour l'essentiel à la structure du marché qui accorde une large place aux discounters (38% du marché en volume) et aux spécialistes (52% du marché en valeur), alors que Flora Frey est majoritairement présent auprès des généralistes (Grands magasins...). Aussi, le groupe a-t-il engagé un plan de restructuration de même que des opérations d'acquisitions (Sperling positionné sur le marché des jardineries) afin d'améliorer son taux de pénétration et d'optimiser la logistique.

En ce qui concerne Oxadis, la principale filiale Grand Public du groupe avec plus de 50% du CA de la division (et principal contributeur aux résultats de la division), la redéfinition des gammes et l'abandon de certains produits¹ ont ponctuellement affecté l'activité et la rentabilité. Au titre du 1^{er} semestre, le CA a été en retrait de 6,2% à 36 M€ avec une perte nette de 2,5M€ vs. -3,6M€. Néanmoins, retraitée de ces efforts de rationalisation, l'activité aurait progressé de 2 à 3%. De plus, l'activité s'est inversée au cours du 3^{ème} trimestre (+3,4%).

A l'exception de Flora Frey, la réduction des pertes semestrielles de la division traduit un redressement progressif qui devrait être confirmé au cours des prochains mois.

Marge opérationnelle par division

(%)	2000/01	2001/02	2002/03	2003/04 E
Professionnel	14,2%	15,6%	15,9%	16,1%
Grand Public	1,9%	2,3%	4,8%	4,9%
Consolidé	8,5%	9,4%	10,7%	11,5%

Estimations Oddo Midcap

¹ Dont l'arrêt de la distribution des plants, de certains articles d'animaleries...

Enfin, le maintien à un niveau élevé de la R&D (12 à 13% du CA professionnel) contribuera au maintien à un haut niveau de la marge commerciale du pôle professionnel (> 80%) compte tenu du poids croissant des obtentions dans le mix produits (> 80%).

Révision en hausse de nos objectifs annuels

Bien que les résultats semestriels ne soient en aucun cas extrapolables aux attentes annuelles, il n'en demeure pas moins que les excellentes performances du semestre passé alliées à un CA T3 de bonne facture ainsi qu'à de nombreuses réserves de productivité (effet volume, poids des obtentions, redressement de la branche Grand Public, montée en puissance de l'Asie...), nous conduisent à retenir des prévisions plus agressives pour l'ensemble de l'exercice (clos le 30 juin 2004).

Un objectif de CA proche de 500M€

Ces prévisions plus optimistes concernent essentiellement les résultats et par conséquent les marges, alors que notre estimation de CA annuel évolue peu malgré des hypothèses dollar moins défavorables. Compte tenu d'un euro actuellement proche de 1,20\$, soit en repli de 4 à 5% par rapport au niveau du 1^{er} trimestre calendaire, nous avons retenu **un euro moyen à 1,19\$ soit une dépréciation moyenne du dollar d'environ 15%**. Néanmoins, l'incidence change devrait justifier un CA annuel légèrement en deçà de la barre psychologique des 500M€ de facturations.

CA – parité €/ \$					
(M€)	2001/02	2002/03	2003/04 E	2004/05 E	2005/06 E
CA	430,1	429,8	491,8	513,6	537,0
Var.	+2,9%	-0,1%	+14,4%	+4,4%	+4,6%
Pro forma/Change id	+5,3%	+5,4%	+5,6%	+4,5%	+4,6%
Professionnel	234,0	230,0	283,1	295,3	308,6
Var.	-9,9%	-1,7%	+23,1%	+4,3%	+4,5%
Gd Public	196,1	200,0	208,7	218,2	228,4
Var.	+8,4%	+1,4%	+4,3%	+4,6%	+4,6%
€/ \$	0,90	1,04	1,19	1,20	1,20
Var.		-15,6%	-15,0%	-0,8%	-

Estimations Oddo Midcap

Une amélioration confirmée des résultats, avec un gain de près d'1 point de la marge opérationnelle

A contrario, nous avons retenu des hypothèses d'amélioration plus sensible des résultats avec dès lors **une marge opérationnelle estimée à 11,5%** pour l'exercice en cours à comparer à 10,7% pour notre estimation précédente et pour l'exercice précédent.

Ebit prévisionnel				
(M€)	2002/03	2003/04 E	2004/05 E	2005/06 E
Nelle estimation	46,3	57,0	61,4	65,5
Ancienne estimation	46,3	53,0	56,3	-
Différence		+7,5%	+9,0%	-
Nelle M op	10,7%	11,5%	11,8%	12,1%
Anc M Op	10,7%	10,7%	10,9%	-

Estimations Oddo Midcap

Sur la base d'un ajustement à la hausse de 8/9% de nos prévisions d'Ebit, nous retenons une amélioration de près d'1 point de la marge opérationnelle, soit une tendance constatée maintenant depuis 3 ans (marge opérationnelle, de 8,5% au 30 juin 2001). Nous considérons cette amélioration comme raisonnable au vu des performances du 1^{er} semestre, alors qu'une estimation inférieure reviendrait à considérer une sensible érosion de marge au cours du 2^{ème} semestre alors contradictoire avec les tendances affichées par le groupe.

Marges opérationnelles semestrielles				
(%)	2000/01	2001/02	2002/03	2003/04 E
S1 consolidé	-10,8%	-9,4%	-8,7%	-2,0%
S2 consolidé	18,7%	19,5%	21,0%	19,0%
S1 Profess.		-5,1%	-1,2%	6,0%
S2 Profess		27,1%	25,6%	23,4%
S1 Gd pub		-12,9%	-17,1%	-15,1%
S2 Gd pub		10,4%	15,7%	13,9%

Estimations Oddo Midcap

Une marge opérationnelle proche de 20% pour le 2^{ème} semestre

Au niveau consolidé, **un taux de marge de 19% pour le 2^{ème} semestre renouerait avec les niveaux historiques**, le taux de 21% affiché au 2ème semestre 2002/03 correspondait à une situation exceptionnellement bonne (niveau d'activité, conditions climatiques...). Il en est de même par division, alors que nos estimations font apparaître une marge de manœuvre pour le pôle professionnel.

Une révision en hausse de 12% de nos estimations de BPA

L'amélioration chronique des marges constatée depuis 3 ans devrait se poursuivre. Nous avons dès lors intégré un rythme d'amélioration plus progressif pour les 2 exercices suivants, avec un gain d'au moins 0,3 point de marge opérationnelle, pour atteindre 12% en 2005/06.

BPA prévisionnels				
	2002/03	2003/04 E	2004/05 E	2005/06 E
RN (Nx)	23,3	29,7	34,1	37,2
RN (anc)	23,3	27,6	30,3	-
BPA (Nx)	8,67	10,23	11,31	12,30
Var.	+36,9%	+18,0%	+10,5%	+8,7%
BPA (anc)	8,67	9,33	10,18	-
Différence		+9,6%	+11,1%	-
TMVA		+11,8%		

Estimations Oddo Midcap

In fine, nous ajustons de 10 à 11% nos BPA 2003/04 et 2004/05 sur la base d'un objectif de RNpdg après survaleur de 29,7M€ vs. 27,6M€ précédemment estimés. Aussi, tablons-nous sur une hausse de 18% des BPA 2003/04, alors que le management considère dès lors une hausse de 15% des résultats comme étant un plancher.

En termes de tendances à moyen terme, **le TMVA ressort à près de 12%** à comparer à +9% lors de nos projections précédentes, et à +8,6% pour le TMVA affiché au cours des 10 derniers exercices. Cette performance traduit ainsi, non seulement des performances confortées, mais surtout le retour sur investissement des opérations passées (plein impact des synergies) avec un potentiel intact sur la base de l'accélération récente de l'amélioration des résultats et d'un positionnement résolument international du groupe (effet taille et parts de marché).

Un positionnement clairement établi

Plusieurs paramètres renforcent bon an mal an notre opinion fondamentalement positive à l'égard de la société, confortant d'autant notre opinion boursière (**Achat**) et nos objectifs en termes de valorisation.

Des barrières à l'entrée élevées

Le **positionnement concurrentiel** constitue à n'en pas douter un **facteur clé de succès** qui subsistera à terme. De n°5 sur le segment professionnel 10 ans auparavant, à la position de challenger (n°2 mondial) depuis l'acquisition récente de la société israélienne Hazera, le groupe Vilmorin Clause et Cie constitue à n'en pas douter **L'Acteur de référence spécialiste et non agrochimiste du secteur**.

Ce positionnement est largement renforcé par une place de leader pour le segment grand public, d'où globalement une position de leader mondial tous segments confondus.

Environnement concurrentiel				
	Gd Public	CA	Professionnel	CA
1.	Vilmorin Cl&Cie	200	Séminis	432
2.	Tohoku	45	Vilmorin Cl&Cie	260
3.	Plan	45	Syngenta	255
4.	P.Pith	40	Takii	138
5.	T&M	30	Sakata	120
6.	Burpee	29	Bayer	115
7.	NK	28	Rijk Z	89
8.	Unwins	21	Bejo	67
9.	Gartenland	20	De Ruitter	65
10.	Blumen	16	Enza	55

Source société

Au-delà de cette forte présence en termes de part de marché, le groupe se démarque également par **un bon niveau de rentabilité** et, de surcroît, des résultats en valeur absolue les plus importants comparativement aux principaux concurrents, et plus particulièrement Takii qui, jusqu'à une date récente, affichait les résultats les plus élevés de la profession. Notons que si Takii demeure en tête en termes de marge (près de 20%), cela tient pour l'essentiel, d'une part, à son positionnement exclusif sur le marché professionnel, et d'autre part, à la structure du marché japonais extrêmement rémunérateur.

La très large couverture produits (essentiellement des semences potagères) avec un renforcement récent sur le marché de la tomate avec l'intégration d'Hazera (environ 10% du CA du groupe) assure également d'importantes parts de marché avec une offre extrêmement large. Le groupe travaille ainsi sur 29 espèces potagères à partir d'une base de recherche importante (400 chercheurs). Le réseau de recherche du groupe comprend, entre autres, 24 stations de recherche et 31 centres d'expérimentation présents sur les principaux continents (Europe, Asie et USA).

Compte tenu des délais de mises au point de nouvelles espèces variétales (environ 10 ans, délais néanmoins progressivement réduits à 7/8 ans compte tenu des progrès liés aux biotechnologies et à la génomique végétale), **les barrières à l'entrée demeureront à un niveau extrêmement élevé**. Ces dernières présentes ainsi plusieurs vertus au profit de spécialistes à l'instar de Vilmorin Clause et Cie.

Un environnement concurrentiel délimité

Tout d'abord, **elles limitent l'arrivée de nouveaux compétiteurs** en raison des délais nécessaires et du savoir-faire imposé. Par ailleurs, elles favorisent des réorientations stratégiques avec des repositionnements sur le core business, d'où des désengagements de certains agrochimistes. Cela est plus particulièrement vrai en période de ralentissement d'activité.

Enfin, **elles imposent souvent des prises de parts de marché par des acquisitions** (intégration du patrimoine génétique) alors que certaines sociétés à caractère familial, surtout sur le segment grand public, sont rapidement confrontées à une limite de développement par manque de moyens ou absence de volonté stratégique.

Des moyens en présence pour financer les relais de croissance

Cet environnement crée globalement les clés de la croissance du groupe, avec pour principaux axes :

1. **L'Asie et plus particulièrement le Japon.** Avec une structure en place et en voie de réorganisation (rapprochement entre Mikado et Kyowa), le groupe vise un marché rémunérateur même s'il traverse actuellement une crise avec de nombreuses sociétés autochtones en difficulté,
2. **Une volonté d'élargir ses parts de marché.** Les récentes acquisitions ont permis au groupe de se hisser de la 5^{ème} à la 2^{ème} place mondiale en 10 ans sur le segment professionnel. L'objectif est d'accéder au leadership mondial alors que le n°1 Séminis demeure dans une situation critique (en termes de rentabilité et parts de marché) et instable (nouvel actionariat financier),
3. Des réservoirs de croissance pour le pôle professionnel (montée en puissance des obtentions, 81% du CA en 2002/03 vs. 50% 15 ans auparavant) et un potentiel de redressement pour le grand public par ailleurs moins consommateur de capitaux,
4. **Des moyens financiers intacts.** La structure financière et bilancielle du groupe demeure excellente avec un gearing inférieur à 30%, d'où une forte capacité de mobilisation de ressources externes en cas de nécessité. Nous estimons cette capacité de mobilisation à environ 200M€ hors opération d'appel au marché susceptible d'accroître théoriquement d'environ 50% la taille actuelle du groupe.

Valorisation

En dépit du récent parcours boursier (+30% depuis le 1^{er} janvier 2004), nous conservons, sur le plan fondamental et sur le plan boursier, une opinion positive (**Achat**), avec un potentiel d'appréciation qui se situe au minimum à +15% (**objectif de cours qui s'inscrit dès lors à près de 147,5€**).

Une valorisation sans excès

D'une part, nous considérons que les facteurs clés de succès évoqués précédemment devraient perdurer avec **des relais de croissance intacts**. De plus, sur la base des cours actuels, la **valorisation reste modeste**, alors que nos objectifs de résultats ont été révisés à la hausse d'environ 10/11%. Enfin, le positionnement du groupe peut légitimement militer pour **un changement de statut** alors que les ratios actuels ne sont que le reflet de valorisations historiques.

Ratios actuels et historiques

2003/04	Actuels	Historiques	Base objectif de cours
P/E	12,6	12,7	14,4
P/E relatif	0,84	0,82	0,96
P/MBA	9,3	8,9	10,7
EV/CA	1,02	0,87	1,15
Capi/CA	0,83	0,64	0,96
EV/Ebit	8,8	8,8	9,9
EV/Ebitda	7,2	8,2	8,0

Estimations Oddo Midcap

Une valorisation plancher de 124€

Les ratios actuels restent proches des ratios historiques et ne font pas apparaître de sensibles distorsions compte tenu du changement de dimension du groupe. Sur la seule base de ratios historiques, la valeur plancher ressortirait à 124€.

Une décote de marché non justifiée

Par ailleurs, la décote par rapport au marché (0,84x pour une décote historique de 0,82x) peut raisonnablement être remise en cause compte tenu, entre autres, de la régularité des performances, de la qualité de la gestion avec **un TRI qui avoisine dès lors 15%** ! sur une moyenne annuelle de 11 ans² (dont 5,5% au titre du rendement annuel moyen). **Un P/E en ligne avec le marché de 15x serait mieux à même de refléter les caractéristiques du groupe, soit un objectif de cours plutôt voisin de 153€.**

Un ticket d'entrée non valorisé

Enfin, le poids du ticket d'entrée peut être apprécié par les transactions sectorielles bien que peu nombreuses. La plus récente est le rachat de Séminis (notre étude d'octobre 2003) sur la base de **1,5x le CA**. Cette approche doit être considérée avec précaution compte tenu des disparités entre sociétés, qu'il s'agisse des comparaisons économiques et/ou de la structure du capital. Néanmoins, la comparaison favorable entre Vilmorin Clause & Cie et Séminis (structure financière, rentabilité, couverture de marché...) traduit une sous-évaluation de la première avec **un objectif de cours théorique proche de 160€.**

La prise en compte de méthodes classiques d'appréciation régulièrement déclinées dans les parutions précédentes (DCF, actualisation des résultats, comparaisons boursières...) fournit, en définitive, **un objectif de cours de 147,5€, avec des marges d'appréciation sur la base des éléments évoqués précédemment.**

² Pour la période 1993/2004 sur la base d'un cours de référence de 130€ pour un cours d'introduction en bourse de 46,65€.

CLSE France - Groupe Oddo
81-83 rue de Richelieu
75002 Paris
T : +33 (0)1 49 24 80 80
F : +33 (0)1 42 95 36 87
Contact : Christophe Havret

Oddo Midcap
Tour Suisse
1 boulevard Vivier Merle
69443 Lyon Cedex 03
T : +33 (0)4 72 68 27 00
F : +33 (0)4 72 35 16 95
Contact : Edith Laborie

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.

Nous attirons l'attention du lecteur sur le fait que Oddo Midcap a conclu un contrat de liquidité avec la société. Dans ce cadre Oddo Midcap s'est engagé à produire et diffuser des analyses financières sur la société, en fonction de l'actualité et au minimum une fois par an, et à les communiquer à la société avant leur diffusion, sans que Oddo Midcap soit en aucune façon tenu par les observations éventuelles de la société. La société a donc eu communication de la présente étude avant sa publication.