



Vilmorin Clause & Cie

Reuters : VILM.PA Bloomberg : RIN FP

Agroalimentaire France

ACHAT 83 €

vs Accumuler

Prochain événement : CA T4 - 08/08/02

Capi. bours : **265 M€**
 Dette nette : **2002: -109 M€**
 ANCPA : **2002: 94,10€**

Extrêmes (12m) : **58,1 - 84,1€**
 Volume/jour : **1 000**
 Flottant : **27%**

Perf rel SBF 250 (%) :
 1m **+13**
 3m **+19**
 12m **+47**

Perf abs (%) :
 1m **+7**
 3m **+8**
 12m **+14**

Semer pour demain

- **Un contexte conjoncturel favorable.** La récente publication des résultats semestriels et du CA 9 mois nous ont incités à réviser en hausse **nos objectifs de croissance pour l'ensemble de l'exercice à +5,3% (440 M€) vs +2,6%**. Les dernières semaines confirment ces tendances (météorologie favorable) alors que la filiale américaine rattrape en partie le retard constaté au cours des mois précédents.
- **Des perspectives confortables.** L'exercice en cours (clôture le 30 juin) marquera un fort rebond après un exercice 2000/01 affecté, pour une grande part, par une activité Grand Public ponctuellement défaillante. Le redressement d'Oxadis ainsi que les bonnes performances du pôle européen professionnel (hausse moyenne des CA de 10%) joueront pleinement au redressement attendu des marges, avec **un objectif de 9% en opérationnel vs 8,5% l'exercice précédent**. A moyen terme, ces tendances se confirmeront au gré du redressement actuel du pôle Grand Public (10% de marge opérationnelle consolidée en 2002/03).
- **Un objectif de cours revu à la hausse.** Alors que le groupe affiche, bon an mal an, une croissance de 5% du CA –supérieure à la croissance du marché (2%)– avec **un TMVA des BPA de 16%** pour la période 2001/05, nous avons revu en hausse notre objectif de cours à **107€ soit un potentiel de 29%**. Le groupe, leader mondial, capitalise pleinement sur la force de la R&D alors qu'il offre aux actionnaires rendement (entre 6 et 7%) et croissance (+20% depuis début 2002) dans un contexte peu risqué.

Vilmorin Clause & Cie



Source : DATASTREAM

Au 30 juin	CA (M€)	EBITDA (M€)	RN pdg (M€)	BPA * (€)	Div net (€)	P/E (x)	EV/ EBITDA (x)	Rdt net (%)
2001	418,0	32,2	17,6	5,99	3,00	13,9	11,7	3,6
2002e	440,1	41,6	21,8	6,79	3,41	12,2	9,0	4,1
2003e	457,5	47,2	27,3	8,67	4,27	9,6	7,7	5,1
2004e	475,7	52,0	31,3	9,94	4,91	8,3	6,8	5,9

* Avant excep. et survaleur

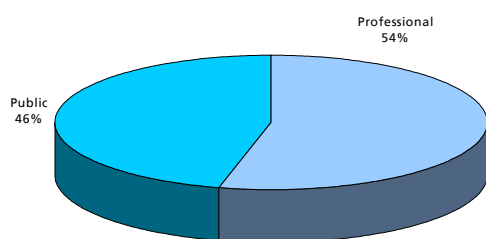
Jean-François Granjon
 +33 (0)4 72 68 27 05
 jean-francois.granjon@clse.com

7 juin 2002

Compte de résultat 2001-2004e

au 30 juin (M€)	2001	2002e	2003e	2004e
CA	418,0	440,1	457,5	475,7
% de variation	+12,3	+5,3	+4,0	+4,0
Frais de personnel	-112,5	-115,8	-118,7	-121,7
EBITDA	32,2	41,6	47,2	52,0
marge d'EBITDA (%)	+7,7	+9,5	+10,3	+10,9
Amortissements & provisions	-9,8	-11,6	-10,9	-11,2
Autres éléments	13,5	10,0	10,0	10,0
EBIT	35,9	40,0	46,3	50,9
Résultat financier net	-6,6	-6,5	-6,2	-5,7
Résultat courant avant impôt	29,3	33,5	40,1	45,2
Impôts	-9,1	-10,8	-11,5	-12,5
SME	-0,1	0,0	0,0	0,0
Minoritaires	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Particip & opér. en commun	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat exceptionnel	-1,1	0,5	0,0	0,0
Amortissement de survaleur	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
RN pdg	17,6	21,8	27,3	31,3
RN avt ex., survaleur & IS	28,2	32,5	39,1	44,2
RN avt ex. & survaleur	19,1	21,7	27,7	31,7
Taux d'imposition (%)	31,1	32,3	28,6	27,6
Effectif moyen	2 756	2 839	2 910	2 982
Nb titres (M)	3	3	3	3
BPA publié (€)	5,52	6,82	8,55	9,82
BPA avt ex. et survaleur (€)	5,99	6,79	8,67	9,94
Survaleur par action (€)	0,13	0,13	0,13	0,13
CFPA (€)	-8,00	4,13	6,44	7,67
CFPA disponible (€)	-11,69	1,42	3,57	4,80
ANCPA (€)	90,25	94,10	99,26	104,63
Dividende (€)	3,00	3,41	4,27	4,91

Répartition du chiffre d'affaires par activité



Répartition géographique du CA

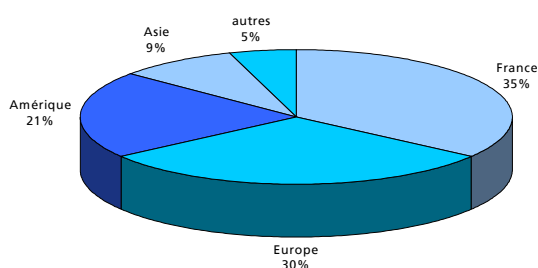


Tableau de financement 2001-2004e

au 30 juin (M€)	2001	2002e	2003e	2004e
EBITDA	32,2	41,6	47,2	52,0
Résultat exceptionnel	-1,1	0,5	0,0	0,0
Var. BFR	-42,0	-11,1	-9,0	-9,4
Provisions et autres	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow d'exploitation	-10,9	31,0	38,2	42,6
Résultat fin.	-6,6	-6,5	-6,2	-5,7
IS	-9,1	-10,8	-11,5	-12,5
Investissements	-10,7	-9,1	-9,1	-9,1
Cash flow disponible	-37,3	4,5	11,4	15,3
Dividendes	-11,1	-9,6	-10,9	-13,6
Acquisitions/cessions	-11,4	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	17,5	0,0	0,0	0,0
Autres (effet devise)	24,5	8,2	8,7	8,0
Variation de la trésorerie	-17,8	3,2	9,2	9,7

Bilan 2001-2004e

au 30 juin (M€)	2001	2002e	2003e	2004e
Actif immobilisé	100,4	99,3	98,0	96,4
Goodwill & incorporels	92,1	91,7	91,3	90,9
BFR d'exploitation	217,3	228,4	237,4	246,8
Cash/dette nette	-111,8	-108,6	-99,5	-89,7
Provisions et autres	10,2	10,7	10,7	10,7
Capitaux propres	287,8	300,1	316,5	333,7
Minoritaires et actions préf.	0,0	0,0	0,0	0,0
Situation nette pdg	287,8	300,1	316,5	333,7

Ratios boursiers 2001-2004e

au 30 juin	2001	2002e	2003e	2004e
P/E avant survaleur (x)	13,9	12,2	9,6	8,3
P/E publié (x)	15,0	12,2	9,7	8,5
P/CF (x)	-10,4	20,1	12,9	10,8
P/BV (x)	0,9	0,9	0,8	0,8
Rendement net (%)	3,6	4,1	5,1	5,9
EV/CA (x)	0,9	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA (x)	11,7	9,0	7,7	6,8
EV/EBIT (x)	10,5	9,3	7,9	7,0
ROE (%)	7,1	7,4	9,0	9,8
ROCE (%)	9,4	9,6	10,9	11,8
Gearing (%)	38,8	36,2	31,4	26,9
Pay out (%)	54,4	50,0	50,0	50,0

Données société

Actionnariat	73%	Groupe Limagrain Holding
	27%	Public
Management	M. Pierre LEFEBVRE (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	

Sources des tableaux de cette page : Société, CLS

Une bonne saison en cours...

Contrairement au millésime précédent, les récentes publications du groupe (résultats semestriels et CA 9 mois), nous permettent d'être plus confiants quant à la réalisation des objectifs annuels, et également à moyen terme.

Période cruciale entre février et avril, le CA 9 mois représente près des 3/4 de l'activité annuelle contre 30% au terme du 1^{er} semestre. Aussi, fin mars, le management dispose-t-il d'une bonne visibilité sur les objectifs annuels (clôture de l'exercice le 30 juin) d'autant plus que les tendances des mois d'avril et mai ont été plutôt bonnes.

Une croissance soutenue

La croissance au rendez-vous

Après avoir publié un CA semestriel en hausse de 4,5% à 153,3M€ (+5,8% à périmètre et change constants), l'activité du 3^{ème} trimestre a largement confirmé ces tendances avec une hausse du CA T3 de 4,2% (+5,5% à périmètre et change constants).

Séquence trimestrielle du CA					
(%)	T1	T2	S1	T3	9 mois
Gd public	+13,4%	+24,8%	+19,1%	+5,5%	+11,0%
Profess.	+2,5%	-12,3%	-5,5%	+3,0%	-1,4%
Consolidé	+7,9%	+1,4%	+4,5%	+4,2%	+4,3%
P/Ch id	+3,6%		+5,8%	+5,5%	+5,6%

Source Société

Le redressement tant attendu

Le pôle Grand Public s'est plus particulièrement distingué avec une progression de 11% au terme des 9 mois (+8,5% à périmètre et change constants). Cela s'explique, en partie, par un phénomène de rattrapage avec le bon déroulement de la campagne de bulbes à fleur en automne (avec un effet de base plutôt favorable), mais également par des gains de parts de marché en France et à l'étranger. Cela a été plus particulièrement vrai aux USA, suite au déréférencement du n°1 US auprès de Wal-Mart et Home Depot au profit des concurrents dont Ferry Morse (filiale US de Vilmorin Clause et Cie), et compte tenu d'une bonne saison d'automne pour le gazon.

La filiale française Oxadis affiche actuellement une excellente performance (9 mois : +6,7%), tendance confirmée au cours des mois d'avril et mai alors que cette même filiale justifiait l'une des contre-performances de l'exercice précédent. Pour la seule activité sachet, Oxadis affiche une performance de +20% sur 10 mois d'activité. Cette filiale a également bénéficié d'un nouveau référencement auprès de la chaîne Cora.

Le pôle professionnel enregistre, pour sa part, une évolution contrastée mais globalement en phase d'amélioration avec, d'une part, d'excellentes performances des filiales françaises et européennes, et d'autre part, un pôle américain et japonais toujours pénalisé dans le droit fil des tendances semestrielles et de l'exercice précédent.

En effet, la filiale américaine (Harris Moran) évolue sur un marché qui demeure perturbé par les difficultés actuelles du leader mondial Seminis.

Ce dernier occupe 50% du marché américain et perturbe le marché par une politique tarifaire relativement agressive. En repli de 8% fin mars 2002, Harris Moran pourrait réduire de moitié, le retard au cours du dernier trimestre, alors même que Seminis vient de publier des performances semestrielles en amélioration (CA en hausse de 3,9% avec une performance pour le 2^{ème} trimestre à fin mars 2002 de +5,5% hors impact de change).

L'Europe compense les USA et l'Asie

Par ailleurs, la récente filiale japonaise Kyowa (consolidation à hauteur de 40%) est doublement perturbée par une forte dépréciation du Yen (qui justifie la moitié de la baisse du CA de 20% au terme des 9 mois) ainsi qu'un sensible ralentissement de l'activité matériel (rappel : les 2/3 de l'activité vs 1/3 pour la division semence). Cette filiale devrait faire l'objet de réorganisations massives (relocalisation de l'entreprise, délocalisation de la production...) et rapidement bénéficier d'un plan d'économies de charges.

A contrario, **les filiales françaises et européennes affichent une santé insolente** avec des progressions de CA 9 mois comprises **entre 10 et 18%**. Cette croissance organique repose sur le lancement de nouvelles variétés (exemple de la laitue pour Vilmorin) et également sur les synergies entre Clause et Tézier (positionnement renforcé sur des références comme le melon, 15% du CA de la filiale) avec, pour conséquence, un renforcement des parts de marché en Europe au détriment de Seminis. Ces excellentes performances résultent ainsi de la politique d'obtention développée depuis plusieurs années, à même d'alimenter le marché en nouvelles variétés à forte valeur ajoutée.

Une amélioration des résultats semestriels

Parallèlement, les résultats semestriels se sont améliorés même s'ils sont peu représentatifs des anticipations annuelles, compte tenu du caractère saisonnier de l'activité. En effet, le groupe produit régulièrement des pertes au terme de ce 1^{er} semestre d'activité, alors que, globalement, les charges sont équitablement partagées entre les 2 parties de l'exercice. Au-delà des chiffres en valeur absolue, il importe plus d'analyser les variations d'un semestre à un autre.

De bonnes tendances qui devraient être confirmées

Le gain de 0,8% de la marge commerciale et la **réduction des pertes opérationnelles de 1,5M€** (14,4M€ vs 15,9M€) résultent, pour une grande part, d'un mix produit favorable pour l'activité Grand Public (rappel : forte dégradation du mix au cours du 4^{ème} trimestre de l'exercice précédent) ainsi que d'une bonne maîtrise des charges externes et des charges de personnel. Il est vrai que la base de comparaison était plus favorable.

En dépit de charges à caractère exceptionnel, comme une provision de 900K€ au titre d'une couverture monétaire relative aux activités commerciales en Argentine, **le groupe a ainsi pu réduire de 2,8M€ les pertes semestrielles nettes part du groupe (-13M€ vs -15,8M€).**

Il est évident que le 3^{ème} trimestre d'activité du groupe est à même de consolider les anticipations de résultats annuels avec, pour l'exercice en cours, des améliorations sensibles de marges.

...d'où des objectifs revus à la hausse

Rappelons simplement que la contre-performance de l'exercice précédent (BPA avant survalueur et exceptionnels en baisse de 17,3% à 5,99€) était principalement due à 3 facteurs :

1/ une forte déception du pôle Grand Public avec un effondrement de la rentabilité de la principale filiale Oxadis (contexte météorologique peu favorable, mix produits également peu favorable, nécessité de restructuration de la filiale: logistique, reporting...). Globalement, le pôle Grand Public a contribué négativement à hauteur d'1,5M€ (pertes nettes),

2/ un contexte perturbé aux USA et la politique de dumping du leader mondial Seminis,

3/ l'intégration de Kyowa, avec une rentabilité proche de l'équilibre (rappel, 2/3 de l'activité hors semences faiblement rentable).

De ces 3 facteurs, le 1^{er} devrait disparaître alors que les 2 autres devraient progressivement s'atténuer, au gré pour le second, d'un redressement progressif de la situation de Seminis.

Des prévisions qui étaient conservatrices

Un doublement de notre objectif de croissance du CA...

Au vu des performances 9 mois avec une progression de 4,3% du CA (+5,6% à périmètre et change constants), notre objectif initial de progression limité à 2,6% pour le CA à 429M€ nous semble trop conservateur. Ce sentiment est validé par 1/ le poids représenté par les 9 premiers mois de l'exercice (près de 75% du CA annuel), et 2/ un niveau d'activité resté soutenu en avril (bonnes performances sur 10 mois), même si un léger tassement a été constaté ces dernières semaines, imputable plus à un effet de base, qu'à un retournement de tendance.

Aussi, tablons-nous dorénavant sur **une hausse de 5,3% du CA à 440M€** (444,7M€ pour les produits d'exploitation) avec, conformément aux tendances semestrielles et surtout 9 mois, une plus forte croissance provenant du pôle Grand Public.

CA par pôle							
(M€)	2000/01	2001/02 E	Var.	2002/03 E	Var.	2003/04 E	Var.
Vilmorin	48,9	53,8	+10%	56,5	+5%	59,3	+5%
Nickers	25,4	27,9	+10%	28,7	+3%	29,6	+3%
Clause	54,1	59,5	+10%	62,5	+5%	65,6	+5%
Tézier	28,2	33,3	+18%	34,9	+5%	36,7	+5%
HM	60,5	58,1	-4%	59,9	+3%	61,7	+3%
Kyowa	33,2	30,5	-8%	31,5	+3%	32,4	+3%
Profess.	259,8	262,6	+1,1%	273,5	+4,2%	284,9	+4,2%
Oxadis	102,9	109,1	+6%	113,5	+4%	118,0	+4%
Flora Fr	28,5	28,5	-	29,1	+2%	29,7	+2%
Ferry M	21,3	29,0	+35%	31,4	+5%	32,9	+5%
Suttons	22,1	22,1	-	22,8	+3%	23,5	+3%
Gr Public	181,0	201,4	+11,3%	209,0	+3,7%	216,8	+3,8%
Conso.	418,0	440,1	+5,3%	457,5	+4,0%	475,7	+4,0%

Estimations CLS European Mid Caps / CA par division hors intra-groupe

Ces nouvelles hypothèses reposent sur la prise en compte d'une progression d'environ 4% pour l'ensemble consolidé au cours du 4^{ème} trimestre (2^{ème} trimestre calendaire), soit un niveau voisin de celui du trimestre précédent, alors que le dernier trimestre représente près de 25% du CA annuel. Les conditions climatiques plutôt favorables au cours de ces dernières semaines joueront probablement un rôle positif, au moins pour les filiales Grand Public.

... sur la base d'une croissance modeste en T4

Le rattrapage en cours de réalisation aux USA (Harris Moran), plus particulièrement pour les ventes auprès des conserveurs, favorisera une réduction du retard constaté au terme des 9 mois d'activité (-8%).

Pour les exercices suivants, **nous avons volontairement retenu des taux de croissance conservateur de +4% pour 2002/03 et 2003/04**, avec une croissance légèrement supérieure pour le pôle professionnel. Ces niveaux demeurent supérieurs à la croissance propre au marché des semences –estimée à 2% au niveau mondial– mais largement en deçà du TMVA affiché par le groupe de +9% pour la période 1991/2004, soit sur une période de 13 années (+10% de 1991 à 2002). Cette meilleure performance sur longue période traduit le gain de parts de marché de Vilmorin Clause et Cie au cours de la décennie précédente, lui ayant permis d'acquérir le statut de leader mondial.

De nouveaux objectifs qui restent modestes

Le groupe devrait être en mesure d'afficher une sensible amélioration de la rentabilité pour l'exercice clos au 30 juin 2002, compte tenu de facteurs ponctuels ayant affecté la rentabilité l'exercice précédent. La rapide analyse des résultats semestriels valide ces tendances, même si ces derniers ne permettent pas de procéder à des extrapolations.

Le principal facteur d'amélioration des marges du groupe sera sans conteste **les meilleures performances du pôle Grand Public** avec, pour l'essentiel, un redressement de la rentabilité de la principale filiale Oxadis. **Cette dernière a procédé à un repositionnement de ses marques et a mis en place une nouvelle organisation** sous l'impulsion entre autres d'un nouveau management (départ des DG et DGA de la filiale suite aux contre-performances de 2000/01).

Une contribution positive du pôle Grand Public

Alors que le pôle Grand Public affichait ces derniers exercices une rentabilité opérationnelle voisine de 5%, l'exercice 2000/01 traduisait une cassure avec une contribution limitée à 3,5M€ en opérationnel (soit une marge de 1,9%), soit seulement 10% des résultats opérationnels consolidés.

Pour l'exercice en cours, nous tablons raisonnablement sur **un niveau de marge opérationnelle de 3%, avec une contribution à hauteur des 2/3 de la filiale Oxadis**. Ces anticipations intègrent un marché toujours difficile en Allemagne (perte d'un référencement auprès de Wal-Mart).

Rentabilité opérationnelle par pôle

	1998/99	1999/00	2000/01	2001/02 E	2002/03 E	2003/04 E
Ebit	39,9 M€	39,9 M€	35,9 M€	40,0 M€	46,3 M€	50,9 M€
Marge	11,1%	10,6%	8,5%	9,0%	10,0%	10,6%
Profess	16,8%	16,0%	14,2%	14,1%	14,9%	15,3%
Gd Public	5,4%	5,4%	1,9%	3,1%	4,4%	4,6%

Estimations CLS European Mid Caps

Une amélioration induite des marges

Le second paramètre jouant favorablement à l'appréciation des marges est moins visible car s'inscrit dans le temps, mais demeure déterminant. Il s'agit de la stratégie du groupe qui vise **la mise au point d'obtentions (de nouvelles variétés)** afin de répondre aux exigences accrues des professionnels de l'agroalimentaire (maraîchers, conserveurs...). Ces nouvelles obtentions, protégées par des COV (Certificat d'Obtention Végétale), se traduisent ainsi par de meilleures niveaux de rentabilité qui transparaissent au niveau de la division professionnelle.

Alors que les produits mis sur le marché issus d'obtentions propres au groupe représentaient 66 à 70% de l'activité du groupe au début des années 90, **ils représentent actuellement près de 82%**, d'où des rentabilités opérationnelles qui se situent à un niveau proche de **14% vs 11%** au début des années 90.

L'intégration de Kyowa en 2000/01 a globalement perturbé la rentabilité du pôle. La stagnation attendue en 2001/02 provient, pour l'essentiel, de l'absence du redressement de ce même pôle asiatique, alors que le pôle américain supportera encore un contexte de marché moins favorable.

Des relais d'amélioration pour les prochains exercices

Le résultat opérationnel attendu pour cet exercice (**40M€**) sera l'un des plus importants jamais atteints par le groupe au cours de ces derniers exercices avec, pour principale contribution, le pôle professionnel (près de 34M€ estimés), mais surtout une amélioration probante du pôle Grand Public (+3 M€). Ce résultat opérationnel historiquement haut devrait constituer le point de départ à de nouvelles améliorations, compte tenu 1/ de la poursuite du développement **d'une politique d'obtentions**, 2/ d'un redressement confirmé **des filiales étrangères Grand Public**, 3/ d'un marché assaini aux **USA** (arrêt de la politique de dumping) et 4/ enfin, des retombées **des restructurations en cours au Japon**.

Aussi, tablons-nous raisonnablement sur une amélioration d' 1 point de la marge opérationnelle en 2002/03 à 10%, puis 0,6 point l'exercice suivant (10,6%), soit des niveaux atteints il y a 2 et 3 ans.

Résultat d'exploitation consolidé

(M€)	1998/99	1999/00	2000/01	2001/02 E	2002/03 E	2003/04 E
Ebit	39,9	39,9	35,9	40,0	46,3	50,9
Var.	+10,5%	+0,1%	-10,1%	+11,3%	+15,9%	+9,8%

Estimations CLS European Mid Caps

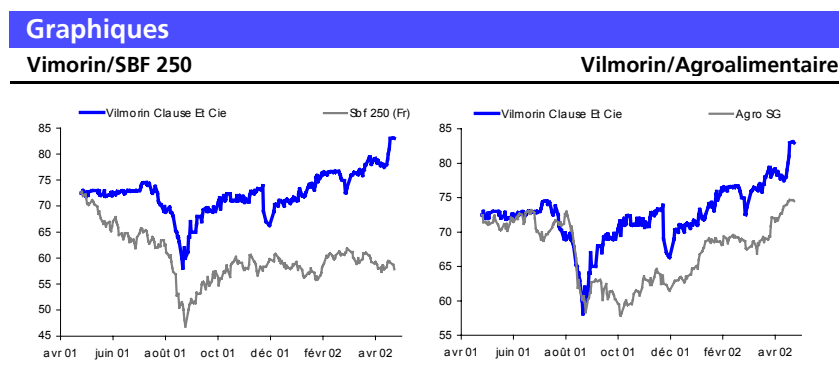
Compte tenu d'une structure financière extrêmement saine, et cela de manière chronique (gearing estimé à 36,1% au 30 juin 2002 vs 38,8% au 30 juin 2001), et en dépit de charges exceptionnelles dues à des provisions pour dépréciation en Argentine (900K€ en S1) et à une défaillance d'un distributeur US, **le groupe devrait afficher un RNpdg proche de celui de 1999/00 soit 21,8M€ (hausse de 13,3% des BPA à 6,79€ vs 5,99€).**

Rendement et Croissance

Alors que Vilmorin Clause et Cie fêtera ses 10 années de vie boursière à la fin de l'année prochaine (novembre 2003), le statut boursier de cette valeur aura invariablement balancé entre **un statut de valeur défensive** (forte connotation de fonds de portefeuille apprécié des fonds de pension, avec un rendement régulièrement élevé à 5,1% en moyenne, supérieur à 6% ces dernières années) et **un statut de valeur de croissance** non reconnu tant cette dernière a été régulière, et par conséquent masquée.

En effet, sur la période 1991/2002, la croissance moyenne du CA et du résultat d'exploitation aura été de **+10%**, avec quelques rares à-coups (aucune baisse de CA sur la période et 2 seules baisses de résultat d'exploitation en 11 exercices).

Parcours récent



Source JCF

Depuis le 1^{er} janvier 2002, le titre s'est apprécié de 20% en valeur absolue, soit une large surperformance par rapport aux indices de référence, qu'il s'agisse du SBF 250 (-8%), de l'indice SM (+8%) mais également de l'indice Agroalimentaire (cf. stock guide CLS¹). Sur un an, la performance relative ressort à **+47%** par rapport à l'indice SBF 250 !

Performances relatives et absolues

Malgré un parcours affecté par les événements de septembre 2001, période correspondant par ailleurs à la publication de résultats pour la première fois décevants, le titre s'est, par la suite, vivement redressé, recouvrant ses caractéristiques de valeur plutôt défensive. Cela est vrai au regard des principaux indices de marché, mais également au regard d'un échantillon de valeurs agroalimentaires, réputé pour intégrer des valeurs également de croissance à forte dominante défensive (Bonduelle, Pasquier...). Sur une période d'un an, et plus particulièrement depuis septembre 2001, **le titre Vilmorin Clause et Cie surperforme l'indice sectoriel d'environ 15%**.

Une valeur dans l'air du temps

Par ailleurs, ces performances correspondent actuellement à une recherche de valeurs plus traditionnelles, à l'image des sociétés appartenant au nouveau segment Next Prime et qui offrent de substantielles performances tant recherchées depuis le début de l'année.

¹ Bonduelle, Brioche Pasquier, Evialis, Fleury Michon, LDC, Laurent Perrier, Sabaté Diosos, Tonnelleries François Frères, Vranken Monopole

Objectif de cours revu à la hausse

Ce parcours boursier devrait, selon nous, se poursuivre au regard des fondamentaux du groupe et surtout du news-flow à venir avec, en particulier, une séquence de croissance bénéficiaire revue à la hausse. **Cette dernière s'inscrit à +13,4% pour les BPA au 30 juin 2002, puis à +27,7% l'exercice suivant.**

Séquence bénéficiaire / BPA				
(M€/€)	2000/01	2001/02 E	2002/03 E	2003/04 E
RN pdg	17,6	21,8	27,3	31,3
Var.	-22,4%	+23,8%	+25,2%	+14,6%
BPA *	5,99	6,79	8,67	9,94
Var.	-17,3%	+13,4%	+27,7%	+14,6%
TMVA		+16,2%	+15,4%	

*Estimations CLS European Mid Caps / * avant survaleur et hors exceptionnels*

107€ pour un TMVA de 16%

Nous retenons un **TMVA de 16,2% pour la période juin 2001 à juin 2005**, et 15,4% pour la période juin 2002/juin 2006, soit un niveau confortable pour ce dernier qui n'intègre plus le rebond attendu au terme de cet exercice. Aussi, cette tendance de moyen terme résulte d'une croissance régulière du volume d'affaires et de la capacité du groupe à générer des améliorations de marge (cf. supra la disparition des foyers de perte et le poids des obtentions).

Dans ce contexte, **notre objectif de cours se situe dorénavant à 107€, soit un potentiel d'appréciation de 29%**. Ce nouvel objectif (à comparer aux précédents de 80/97€) résulte 1/ d'une séquence bénéficiaire revue à la hausse, plus particulièrement pour le TMVA, et 2/ de méthodes d'évaluation qui font apparaître une prime au regard des comparables.

■ Comparaisons

Une valorisation cheap

Nous avons retenu l'échantillon Agroalimentaire tel qu'il est répertorié au sein de notre Stock Guide (CLS). A plusieurs reprises, nous avons mentionné cette appartenance par défaut. Alors que nous avons pour habitude, jusqu'à présent, d'élargir les comparaisons à des valeurs de pharmacie et également à des agrochimistes (Novartis-Syngenta, Monsanto, Dupont depuis le rachat de Pioneer Seeds pour les semences grandes cultures), mais aussi à des comparables plus immédiats (Seminis, Sakata), nous n'avons retenu, pour l'exercice en cours, que le seul échantillon de valeurs agroalimentaires.

Cela se justifie par 1/ des ratios relativement peu pertinents pour les agrochimistes, 2/ de nombreuses situations spéciales pour les valeurs santé ou pharmacie avec des ratios difficilement transposables et 3/ des ratios également difficiles à interpréter pour les concurrents, à l'instar de Sakata (P/E supérieur à 40x 2002/03).

Alors que Seminis a joué jusqu'à présent un rôle de trublion sur le marché essentiellement américain, les références boursières de cette société jouent également un rôle perturbateur compte tenu 1/ de la forte dépréciation du titre (rappel 3,04\$ vs un prix d'introduction en bourse de 15\$ en juin 1999 !), et 2/ de ratios non pertinents compte tenu des pertes antérieures. Seminis vient de publier ses performances semestrielles avec une hausse de son CA de 3,8% à change constant, ainsi qu'une amélioration de la marge commerciale à 62,7% vs 60,3%. Parallèlement, la marge d'exploitation se serait améliorée à plus de 11% vs 3,3% l'exercice précédent. Néanmoins, il n'existe pas de consensus pertinent, à défaut de quelques ratios peu exploitables (Capi/CA 2001/02 0,36x) pour un groupe en phase de recovery.

A contrario, le secteur Agroalimentaire a présenté, au cours de ces derniers mois, un profil défensif duplicable à Vilmorin.

Comparaisons

	—P/E—		—PER—		—P/CF—		—CAPI/CA—		—EV/CA—		—EV/EBIT—		—EV/EBITDA—	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
Echantillon	11,4	10,0	0,7	0,8	7,97	6,62	0,82	0,76	0,63	0,56	9,3	7,8	6,0	5,3
Vilmorin	9,6	8,3	0,57	0,60	6,7	6,0	0,58	0,56	0,80	0,75	7,9	7,0	7,7	6,8
M€														288
€														90

Estimations CLS European Mid Caps

Les ratios retenus font tous apparaître une décote par rapport à l'échantillon, à l'exception de EV/CA pour 2002 et 2003. Par ailleurs, la valorisation moyenne proche de 300M€ ne fait pas apparaître de forte disparité selon les ratios retenus. **Néanmoins, il en ressort un objectif de cours (90€) que nous estimons modeste car ne reflète pas les spécificités du groupe au regard de l'échantillon retenu.** Une extension à un panel plus large (cf. supra) doperait la valorisation mais tiendrait compte de caractéristiques comme le poids de la R&D, la capitalisation du savoir-faire sur plusieurs exercices...

■ Actualisation des résultats

Un profil atypique

Il résulte de cette approche un objectif de cours beaucoup plus ambitieux puisqu'il se situe à **107€ (potentiel de 29%)**. Cela peut aisément se justifier par les caractéristiques propres au groupe Vilmorin qui le rendent relativement atypique au regard des autres valeurs du secteur :

1. le taux de croissance moyen des BPA est relativement soutenu (+16,2%) et se compare valablement à celui retenu du secteur agroalimentaire (+15%),
2. le **taux de rentabilité exigé de 7,7%** joue également favorablement (9,5% pour le secteur) alors que le groupe bénéficie d'une structure de haut de bilan saine (caractéristique actuellement recherchée, compte tenu des nombreuses affaires et risque de trésorerie) avec un gearing limité à 36%,
3. enfin, le **P/O historiquement élevé (proche de 45/50% en moyenne)** se situe largement au-delà de la moyenne (25/30%) sans pour autant entraver la politique de croissance du groupe (acquisition de parts de marché et leader mondial). **Bien qu'exclusivement présent dans le domaine végétal, le groupe fait figure de «vache à lait » !**

Actualisation des résultats

Hypothèses sectorielles		Commentaires
Taux rentabilité exigé	9,5%	Taux des OAT (5,22%) + prime de marché de 4,27 (Sources CL)
Taux de croissance des BPA	15%	Agroalimentaire
Nb de périodes	4	2001/05
Pay-Out	33%	
P/E d'entrée	13,1	Moyenne 2001/02
P/E de sortie	9,6	
Hypothèses société		Commentaires
Taux rentabilité exigé	7,7%	Correspondant au CMPC (Bêta 1)
Taux de croissance des BPA	16,2%	2001/05
Nb de périodes	4	
Pay-Out	50%	
P/E d'entrée	15,4	
RN 2001/02	22,2	Estimations CLS European Mid Cap
Valorisation (M€)	341	
Par action	107€	

Estimations CLS European Mid Cap

■ DCF

Cette approche nous semble relativement pertinente alors que le groupe présente **une structure qui externalise de manière chronique du free cash-flow**. Par ailleurs, le raisonnement sur une période de 10 ans répond également aux contraintes à prendre en compte par le groupe avec des délais de R&D relativement longs (un cycle de recherche s'étale en général sur 6 à 8 ans, prise en compte de la recherche fondamentale et de la phase active de mise sur le marché).

DCF

(M€)	2001/02	2002/03	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Ebit	40,0	46,3	50,9	53,4	56,1	58,9	61,8	64,9	68,2	71,6
IS	10,8	11,5	12,5	18,4	19,3	20,3	21,3	22,3	23,5	24,6
Amortissements	10,6	10,9	11,2	11,7	12,3	12,9	13,6	14,2	14,9	15,7
Cash-flow d'exploit.	39,8	45,7	49,5	46,8	49,1	51,5	54,1	56,8	59,7	62,7
Investissement et BFR	20,3	18,2	18,5	19,5	20,4	21,5	22,5	23,7	24,8	26,1
Cash-flow disponible	19,5	27,6	31,0	27,3	28,7	30,1	31,6	33,2	34,8	36,6
Somme des CF actual.	209,6									
Valeur terminale	646,1									
Val terminale actual.	301,3									
Endettement 00/01	112,0									
Valorisation	399,0									
Par action	125,0									

Estimations CLS European Mid Cap

Une machine à générer du cash

Les hypothèses retenues sont conservatrices avec une croissance moyenne de 5% de la rentabilité opérationnelle au-delà des 2 prochains exercices, des investissements maîtrisés à due proportion, d'où un free cash-flow compris entre 30 et 40M€ par an pour la 2^{ème} partie de la décennie retenue.

Compte tenu de la régularité de la capacité du groupe à générer du free cash (contrairement à de nouvelles entreprises fortement consommatrices les premières années), **la valorisation repose sur une juste contribution de la somme des cash-flow actualisés (41%) et de la valeur terminale actualisée (59%)** d'où une plus grande légitimité à cette approche (vs la plupart du temps une valorisation qui repose quasi exclusivement sur la valeur terminale !).

Il en ressort une valorisation globale de près de 400M€ soit 125€ par titre (potentiel de 50%).

■ Ratios historiques

Un déficit de valorisation évident

Enfin, il paraît intéressant de prendre en compte les ratios historiques de valorisation du groupe au cours des 7 dernières années (1995/2001) afin de mettre en évidence la sous-valorisation actuelle du groupe alors que 1/ **ce dernier a véritablement changé de dimension** dans l'intervalle (présence mondiale y compris en Asie) jouant, par ailleurs, un rôle de fédérateur (plusieurs opérations de croissance externe à son actif²), et 2/ Vilmorin Clause et Cie offre des caractéristiques (**visibilité, croissance et rendement**) actuellement prisées et constitue un thème aujourd'hui « plus à la mode » contrairement aux 3 dernières années.

Principaux ratios				
	Ratios historiques 95/01	2001/02	2002/03	2003/04
P/E	13,4	12,2	9,6	8,3
P/E relatif	0,82	0,65	0,57	0,60
P/G	1,01	0,75	0,62	0,75
EV/CA	0,91	0,85	0,80	0,75
EV/Ebit	9,23	9,34	7,9	7,0

Estimations CLS European Mid Cap

Alors que l'exercice en cours (clos au 30 juin 2002) devrait effacer l'accident de l'exercice précédent, les ratios actuels valorisent faiblement ce rebond attendu, et encore moins les perspectives de croissance à moyen terme.

107€ et ce n'est pas excessif

Avec un P/E 2002/03 inférieur à 10x, 0,8x le CA et moins de 8x l'Ebit, la stature de leader mondial n'est pas intégrée, encore moins les niveaux de rentabilité (ROE de 9% et ROCE proche de 11%). Ces faibles ratios de valorisation sont plutôt le reflet de valeurs industrielles à forte connotation cyclique ne correspondant pas au profil du groupe.

La transposition de ces ratios historiques à l'exercice en cours et aux 2 exercices suivants traduit **un objectif de cours de 107€**. Sur la base de cet objectif, la valorisation demeurerait modeste.

Sur la base d'un cours objectif de 107€					
	2001/02	2002/03	Ratios historiques	2001/02	2002/03
Cours	83€	83€		107€	107€
P/E	12,2	9,6	13,4	15,8	12,3
P/E relatif	0,65	0,57	0,82	0,83	0,73
P/G	0,75	0,62	1,01	0,97	0,80
EV/CA	0,85	0,80	0,91	1,02	0,96
EV/Ebit	9,34	7,9	9,23	11,2	9,5

Estimations CLS European Mid Cap

² dont Clause Harris Moran pour ne citer que la plus importante d'entre elles

Des qualités intrinsèques

La synthèse de ces diverses approches fournit un objectif de cours de 107€, soit équivalent à celui obtenu par la seule transposition de ratios historiques. Notons qu'il existe en réalité une faible dispersion entre les divers objectifs. La méthode des comparables est la moins flatteuse, appréciation contrebalancée par une approche DCF plus optimiste.

Synthèse		
	Capitalisation	Par action
Comparaisons	288 M€	90€
Actualisation des résultats	341 M€	107€
Ratios historiques	343 M€	107€
DCF	399 M€	125€
Synthèse	342 M€	107€
Potentiel		+29%

Estimations CLS European Mid Cap

Cet objectif est par ailleurs largement validé par les qualités intrinsèques au groupe fréquemment oubliées, et ses perspectives de croissance qui demeurent intactes sur un marché souvent considéré comme étant arrivé à maturité.

■ La force de la R&D

L'un des principaux atouts du groupe est sans **conteste la qualité des marques** (Vilmorin, Clause, Tézier...) à forte notoriété extra-hexagonale (valorisation pour 41,4M€ au bilan le 31/12/01) et également **l'importance des fonds génétiques de base** comptabilisés en immobilisations incorporelles et représentant l'ensemble du matériel végétal (valorisation à l'actif pour 35M€). Le patrimoine génétique constitue l'une des forces du groupe puisqu'il favorise la mise au point de nouvelles espèces variétales (nouvelles obtentions).

Le prix de la recherche : 113€

Le rapprochement avec la société israélienne Hazera puis, plus récemment, la prise de participation dans le laboratoire Keygene (savoir-faire dans le domaine du marquage moléculaire, **accès à 12 années de recherche en génomique**) renforce le savoir-faire du groupe et la qualité de la recherche fondamentale et appliquée (les synergies avec la maison mère Limagrain sont en cela également appréciées).

Une approche de revalorisation des marques et fonds génétiques (les valeurs précédemment indiquées représentent une valeur purement comptable) par le biais d'une méthode de rachat de redevance permet de valider les objectifs précédents et même de les dépasser avec **un objectif de 113€**.

■ De nouvelles acquisitions

De nouvelles acquisitions pourraient avoir lieu alors que le groupe a d'ores et déjà effectué des opérations d'envergure avec un impact sensiblement relutif. Il s'agit plus particulièrement de Clause Harris Moran. De nombreuses autres opérations de moindre importance en termes de taille ont également été réalisées ces dernières années (Pologne, Top Green, Van Den Berg, Geissler...) sans oublier la prise de participation de 40% dans la société japonaise Kyowa.

Le groupe demeure en veille avec la volonté de renforcer sa présence dans le pôle Grand Public. L'objectif sera de compléter les gammes, mais également d'asseoir une meilleure présence géographique (Italie...) avec un élargissement de l'offre à de nouvelles activités comme la VPC (50% de l'activité de la filiale britannique Suttons).

Bien que représentant plus de 50% de l'activité du groupe, le pôle professionnel ne sera pas en reste. Les difficultés actuelles de Seminis pourraient être le prélude à de nouveaux réaménagements au sein du secteur. Rappelons que le groupe Seminis s'est constitué au fil d'acquisitions à marche forcée (reprise d'Asgrow, de Petoseed, Royal Sluis, groupe coréen...) au risque de subir une crise de croissance.

Bien qu'en cours de redressement, le nouveau management de Seminis pourrait décider de nouvelles orientations, d'où des cessions par appartement. Dans ce contexte, Vilmorin pourrait être vigilant afin de renforcer ses parts de marché outre-Atlantique (**10% actuellement vs 50% pour Seminis**).

Le renforcement du statut de leader mondial

Ces 2 axes de croissance (Grand Public et Professionnel) seront maintenus alors que la question de la pertinence du développement en parallèle est fréquemment posée. **En réalité, les 2 pôles sont complémentaires.** L'apparente plus faible marge du pôle Grand Public masque en réalité les synergies entre les 2 pôles profitables en termes de rentabilité aux marges du pôle professionnel. Il s'agit d'un ensemble qui justifie d'ailleurs le positionnement de leader mondial alors que les concurrents sont pour la plupart présents exclusivement sur l'un des 2 marchés.



CREDIT LYONNAIS SECURITIES

Credit Lyonnais Group Companies

Credit Lyonnais Securities

Broadwalk House
5 Appold Street
London EC2A 2DA
T: +44 (0)20 7588 4000
F: +44 (0)20 7588 0288
Contact: Emmanuel Valavanis

Credit Lyonnais Securities Europe – France

81–83 rue de Richelieu
75002 Paris
T: +33 (0)1 49 24 80 80
F: +33 (0)1 42 95 36 87
Contact: Arnaud de Courson

Credit Lyonnais Securities Europe – Small Caps

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

Credit Lyonnais Securities Europe Switzerland AG

Zollikerstrasse 4 Postfach 1873
8032 Zurich
T: +41 1421 1521
F: +41 1421 1530
Contact: Olivier Motte

Credit Lyonnais Securities Europe España SV. SA.

C/Juan Bravo 3–B 1a Planta
28006 Madrid
T: +34 (91) 578 2660
F: +34 (91) 423 4518
Contact: Philippe Sardet

Credit Lyonnais Securities (USA) Inc.

Credit Lyonnais Building
1301 Avenue of the Americas
New York NY 10019
T: +1 212 408 5955
F: +1 212 261 2510
Contact: Jean–Yannick Liatis

Credit Lyonnais

Pollux Gebäude
Platz der Einheit 2
60327 Frankfurt am Main
T: +49 (0) 69 7543 4804
F: +49 (0) 69 7543 4797
Contact: Jens Kruse

Credit Lyonnais Italia

Corso Buenos Aires, 54
20124 Milano
T: +39 02 277 14 82
F: +39 02 277 14 90
Contact: Luis Phillips

Les informations contenues dans ce document ont été puisées aux meilleures sources mais ne sauraient entraîner notre responsabilité.

@Copyright CLSE – France
