



# Vilmorin Clause & Cie

Reuters : VILM.PA

Bloomberg : RIN FP

Agroalimentaire France

## Achat 101,8 €

### Résultats annuels

Prochain événement : CA T1 - 04/11/03

Capi. bours : 325 M€  
Dette nette 2004e : 100 M€  
ANCPA 2004e : 88,97 €Extrêmes (12m) : 71-104,6 €  
Volume/jour : 1 400  
Flottant : 30%Perf rel SBF 250 (%) :  
1m +13  
3m +1  
12m +20Perf abs (%) :  
1m +13  
3m +11  
12m +31**Vilmorin vs. SBF 250 (1 an)**

Source : Datastream

## Vers un statut de leader ?

- **Un anniversaire en fanfare !** Le groupe a clos un exercice 2002/03 avec des résultats historiquement les meilleurs après 10 ans de vie boursière. Ces résultats confirment, tout d'abord, la **régularité de la croissance du CA avec un TMVA de +9%** (croissances externes comprises), et la capacité du groupe à générer un **niveau élevé de rentabilité** (10,7% en opérationnel) avec des phases d'accélération significatives (BPA 2002/03 +37%).
- **Les principaux enjeux.** Pour autant, l'histoire est loin d'être finie avec de nouveaux enjeux inhérents au renforcement des parts de marché du groupe au niveau mondial. **De n°5 en 1993, au rang de n°2 10 ans plus tard, le groupe vise le leadership mondial sur le segment professionnel**, rang d'ores et déjà atteint tous segments confondus. En effet, Vilmorin Clause et Cie (VCC) devrait de nouveau se positionner en tant que fédérateur face à des acteurs en cours de restructuration (Seminis) et des acteurs de dimension plus secondaire (Bayer ou actionnaires familiaux). De plus, VCC renforcera également sa présence en zone asiatique.
- **Vers une valorisation de leader mondial.** Dans ce contexte, nous demeurons extrêmement confiants quant aux perspectives, alors que la valorisation actuelle, malgré la hausse récente, ne reflète que partiellement la qualité des fondamentaux du groupe. Notre objectif de cours de **110,3€** laisse apparaître des ratios modestes au regard 1/ de la rentabilité pérenne du groupe 2/ de la capacité du groupe à gérer les acquisitions et 3/ des transactions de référence dont la cession de Seminis (1,5x le CA).

Au 30 juin	CA	EBITDA	RN pdg	BPA *	Div net	P/E	EV/EBITDA	Rdt net
	(M€)	(M€)	(M€)	(€)	(€)	(x)	(x)	(%)
2002	430,1	45,9	20,0	6,33	3,15	16,1	8,7	3,1
2003	429,8	51,9	23,3	8,67	3,80	11,7	7,8	3,7
2004e	490,9	64,6	27,6	9,33	4,32	10,9	6,6	4,2
2005e	511,2	69,0	30,3	10,18	4,75	10,0	6,0	4,7

\* Avant excep. et survaleur

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

22 octobre 2003

<b>Sommaire</b>	<b>Des performances supérieures aux attentes</b>	<b>3</b>
	<b>Vers un statut de leader mondial</b>	<b>5</b>
	■ Les vecteurs de la croissance	5
	■ Du n°5 au n°2... avant de devenir le n°1	6
	<b>Un potentiel intact d'amélioration des marges</b>	<b>7</b>
	<b>Opinion inchangée Achat</b>	<b>9</b>

## Des performances supérieures aux attentes

Les résultats annuels (clos au 30 juin 2003) publiés par le groupe Vilmorin Clause et Cie (VCC) ont constitué à n'en pas douter une bonne nouvelle, tant par l'**ampleur** (hausse de 37% des BPA à 8,67€ vs. 6,33€), que par la nature de cette amélioration (**hausse de 1,3 point de la marge opérationnelle**).

### Des résultats de bonne facture

Le CA étale à 430M€ masque, en réalité, les bonnes performances de la plupart des filiales, pour certaines impactées par la dépréciation du dollar. Ainsi, cette dernière, estimée à 17% (1,05\$ vs. 0,90\$ pour 1€), s'est traduite par un manque à gagner de près de 22M€ de CA. Aussi, retraité de l'effet change, le CA aurait progressé de 5,1%, soit un niveau en ligne avec la tendance annuelle moyenne affichée par le groupe.

### Un impact lié au change maîtrisé

Globalement, l'impact de change a été bien maîtrisé également au niveau de la rentabilité, puisqu'il s'est traduit par un manque à gagner de 1,6M€ au niveau de l'Ebit (46,4M€ publié vs. 48M€ à change constant) soit **3,3% de l'Ebit**. Cela est d'autant plus remarquable que l'exercice passé a bénéficié d'une plus forte contribution des filiales US aux résultats du groupe. Cela a été plus particulièrement vrai pour la filiale Grand public, avec une contribution positive de 1,5M€ en RN vs. une perte de 2,6M€ l'exercice précédent.

De nombreux facteurs ont participé à la sensible amélioration de la marge opérationnelle du groupe.

Marge opérationnelle			
(%)	2000/01	2001/02	2002/03
Ebit	35,9	40,9	46,4
<b>Marge op.</b>	<b>8,5%</b>	<b>9,4%</b>	<b>10,7%</b>
Professionnel	14,2%	15,6%	15,9%
Grand Public	1,9%	2,3%	4,8%

*Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap*

A l'exception de la filiale Allemande, toutes les entités du groupe ont majoritairement participé à ces bonnes performances. L'accroissement de la **part des obtentions**<sup>1</sup> (81% du CA au 30 juin 2003) conforte l'amélioration de la marge brute (hausse de 2,4 points), alors que le groupe a également bénéficié de bonnes campagnes au printemps pour la branche Grand Public. De plus, des hausses de prix ont pu être pratiquées (phénomène nouveau, surtout aux USA) alors que les principales filiales Grand Public (dont Oxadis en France) ont assaini avec succès leur catalogue, au détriment d'articles plus faiblement margés<sup>2</sup>.

### Fort rebond du pôle Grand Public

Après 2 exercices difficiles, le pôle Grand Public renoue avec une plus forte contribution aux résultats (historiquement, niveau compris entre 5 et 6% à comparer à 4,8% en 2002/03) imputable, pour l'essentiel, à une meilleure contribution d'Oxadis (effet volume/mix) et un redressement spectaculaire de la filiale américaine Ferry Morse qui a affiché une hausse à change constant de 32% du CA (28M€).

<sup>1</sup> Produits issus de la recherche propre

<sup>2</sup> Arrêt de la distribution de plants (4/5 M€ de CA) et de certains articles d'animerie...

Enfin, compte tenu d'un endettement maîtrisé (gearing de 27,8%) et d'une structure de taux plus favorable (essentiellement taux variable à hauteur de 83% de la dette pour une petite part libellée en dollar), le groupe a massivement réduit sa charge financière à -5,3M€ à comparer à -8,7M€ l'exercice précédent. A noter également le poids des provisions pour dépréciation d'actifs financiers, comptabilisés lors de l'exercice précédent, d'où une amélioration mécanique.

#### Variation des principaux SIG

(M€)	2000/01	2001/02	2002/03
Ebit	35,9	40,9	46,4
Var.	-10,0%	+13,9%	+13,4%
RCAI	29,3	32,2	41,1
Var.	-13,8%	+9,8%	+27,6%
RNpdg	17,6	20,0	23,3
Var.	-22,4%	+13,6%	+16,5%

Source Société

In fine, la performance est d'autant plus remarquable que le groupe a dû prendre en compte 3,9M€ de charges exceptionnelles correspondant à des frais de restructurations et litiges fiscaux. L'exercice précédent avait bénéficié de plus-values pour cession d'actifs.

## Vers un statut de leader mondial

Alors que le groupe a affiché **une croissance moyenne de près de 9% du CA au cours des 12 dernières années**, après prise en compte des acquisitions (dont Clause Harris Moran pour la plus importante d'entre-elles), VCC ne manque pas de relais de croissance pour les prochaines années, alors que le secteur des semences poursuit sa recomposition.

### ■ Les vecteurs de la croissance

La croissance repose sur<sup>3</sup> :

#### Une croissance soutenue sur longue période

1. **un élargissement des parts de marché produit.** La récente prise de contrôle majoritaire de la société israélienne Hazera constitue un bon exemple d'élargissement de parts de marché produit avec, dès lors, un positionnement de leader mondial pour l'espèce la plus consommée des légumes/fruits, à savoir la tomate. Cette opération permet également un renforcement de la présence du groupe sur les 2 segments du frais et de l'industrie (conserverie),
2. **de nouvelles zones à exploiter.** Au cours de ces 10 dernières années, VCC a assuré un meilleur maillage des territoires, qu'il s'agisse de l'Europe ou des USA. La zone asiatique constitue, dès lors, ses nouvelles terres de chasse avec, non seulement le Japon, mais également l'important potentiel que représente le marché chinois. Les développements actuels (Mikado, Kyowa) semblent longs, mais sont inhérents à la typologie du marché japonais. A contrario, l'élément nouveau est sans aucun doute les difficultés rencontrées par l'ensemble de l'industrie semencière au Japon avec des structures autochtones qui souffrent plus particulièrement (cf. hausse moyenne du CA limitée à 3% pour Takii, n°1 au Japon, avec un CA de 150M€). Cela pourrait éventuellement **accélérer le mouvement de concentration** alors que le marché demeure très atomisé,
3. **l'achat de compétences et de savoir-faire.** Cet élément a été largement évoqué lors de précédentes publications.

Le groupe maintient un effort constant en R&D (12 à 13% du CA professionnel, soit une enveloppe annuelle proche de 30M€) et cela devrait perdurer à terme. L'agrégation de compétences constitue un axe important pour le groupe, à l'image de la société Keygene, afin d'améliorer les outils de R&D et de pérenniser la croissance du groupe par la mise au point de nouvelles espèces variétales (protégées par des COV en Europe).

<sup>3</sup> cf. étude du 23 Mai 2003

## ■ Du n°5 au n°2... avant de devenir le n°1

### Un leadership mondial confirmé tous segments confondus

Avec la prise de contrôle majoritaire d'Hazera, VCC s'est hissé à la 2<sup>ème</sup> place mondiale sur le segment professionnel, confortant, par ailleurs, sa place de leader mondial tous segments confondus (professionnel et grand public). L'objectif à terme est de devenir le leader mondial également pour le segment professionnel.

Environnement concurrentiel Professionnel				
(CAM€)	Sociétés	1993	Sociétés	2003
1.	Sandoz	150	Seminis	370
2.	Takii	110	VCC+Hazera	245
3.	Asgrow	110	Syngenta	235
4.	Peto	80	Takii	150
5.	Vilmorin & Cie	60	Sakata	105
6.	RPA/ Lafarge	60	Bayer	100

*Estimations Société*

Le parcours à l'issue de 10 années est remarquable avec, dès lors, une place de n°2 mondial. Ce positionnement s'est bien évidemment réalisé par des acquisitions (Clause Harris Moran entre autres) alors que le phénomène de concentration a dominé le marché (reprise de Asgrow et Peto par Seminis).

### De nouveaux enjeux pour les prochaines années

Le principal enjeu actuel concerne l'avenir de Seminis qui vient d'être repris par des fonds d'investissement américains, et a récemment fait l'objet d'un retrait de la cote. Nous ne disposons pas d'informations spécifiques sur la stratégie qui sera conduite par les nouveaux actionnaires, sauf que ces derniers n'ont pas vocation à demeurer indéfiniment au sein du capital.

Dans ce contexte, tous les scénarios sont envisageables y compris des cessions ou désengagements par appartement, par lignes de produits ou par zones géographiques. Si tel est le cas, VCC pourrait se montrer intéressé, renforçant d'autant ses parts de marché et devenant ainsi le n°1 sur le segment professionnel. Ce scénario est d'autant plus envisageable que la structure financière du groupe ne constitue pas un obstacle bien au contraire.

Par ailleurs, la stratégie d'acteurs comme Syngenta (ex-Sandoz), ex-leader du marché 10 ans auparavant, et Bayer (actuel n°6) n'est pas clairement affichée, alors que la division semence représente une part limitée de l'activité globale de ces groupes.

D'une manière plus générale, et en dépit des concentrations réalisées au cours de la récente décennie, le marché tant professionnel que grand public reste atomisé. Pour mémoire, le marché japonais -hormis les 2 principaux acteurs Takii et Sakata avec un CA semences de respectivement 157 et 118M€- est composé d'une multitude de petites structures fréquemment familiales (20 à 40 M\$ de CA).

**Dans cet environnement, VCC fait figure de fédérateur en tant que spécialiste et non agro-chimiste à vocation internationale.**

## Un potentiel intact d'amélioration des marges

Après des résultats historiquement hauts, quelles sont les perspectives d'amélioration des marges ?

### L'objectif symbolique de 500M€ de CA

Nous demeurons confiants quant au potentiel de croissance du groupe sur la base d'un taux moyen compris entre +5 et +7% (à comparer à près de 9% au cours des dernières années, acquisitions incluses). Ces hypothèses reposent sur une croissance organique du marché de 2 à 3%, l'acquisition de parts de marché de VCC probablement renforcée par de nouvelles acquisitions.

Pour l'exercice 2003/04, l'objectif symbolique de 500M€ de CA reste raisonnable compte tenu de l'intégration d'Hazera pour un CA additionnel de 50M€. Néanmoins, nous avons tenu compte d'une dégradation moyenne de 10% du dollar, comparativement au taux moyen de 2002/03, d'où un manque à gagner estimé à environ 10M€ de CA.

CA – Parité €/ \$				
(M€)	2001/02	2002/03	2003/04 E	2004/05 E
CA	430,1	429,8	490,9	511,2
Var.	+2,9%	-0,1%	+14,2%	+4,1%
Pro forma/ Change id	+5,5%	+5,1%	+4,6%	+4,1%
€/ \$	0,90	1,05	1,15	1,15
Var.		-17%	-10%	-

Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap

VCC sera à même, non seulement de consolider ses marges, mais fort probablement de les améliorer, pour des raisons largement évoquées par ailleurs. 2 principaux paramètres devraient confirmer la poursuite du mouvement d'amélioration des marges, avec :

### Recherche privilégiée et optimisation de la distribution

1. d'une part, **le maintien à un haut niveau du poids des obtentions**. Avec un taux de 81% vs. 70% 10 ans auparavant, et le maintien de budget de R&D à 12/13% du CA professionnel, le groupe poursuivra le renforcement de la part des obtentions génératrices de marges commerciales voisines de 80 à 90%,
2. d'autre part, **la poursuite du redressement du pôle Grand public**, mouvement confirmé dès 2002/03. Cela s'est effectivement vérifié au sein d'Oxadis. A terme, le foyer de perte de la filiale allemande (-1,6M€ de pertes nettes) devrait également disparaître avec un repositionnement du groupe sur le marché des spécialistes. L'objectif est de dépasser les 5% de marge opérationnelle, avec un **objectif de moyen terme d'atteindre 6 à 8%**.

Marge opérationnelle prévisionnelle				
(M€)	2001/02	2002/03	2003/04 E	2004/05 E
Ebit	40,9	46,4	53,0	56,3
Marge op.	9,4%	10,7%	10,7%	10,9%
Professionnel	15,6%	15,9%	15,1%	15,7%
Grand Public	2,3%	4,8%	5,0%	5,0%

Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap

Les hypothèses retenues pour les 2 prochains exercices sont relativement conservatrices, compte tenu de l'avance réalisée en 2002/03 (rappel, gain de 1,3 point). Par ailleurs, ces hypothèses ne tiennent pas compte des synergies additionnelles provenant de l'intégration d'Hazera.

Celle-ci a été incorporée sur les seules bases disponibles (soit 5M€ pour l'Ebit et 2M€ de RN) hors synergies groupe, soit un impact globalement relatif (impact relatif estimé à environ +6%, cf. étude du 16 juillet 2003). Néanmoins, sur la base de 10% de marge opérationnelle, la consolidation d'Hazera impactera légèrement le niveau de marge du segment professionnel, proche jusqu'à présent de 15/16%.

<b>BPA prévisionnels</b>				
<b>(M€)</b>	<b>2001/02</b>	<b>2002/03</b>	<b>2003/04 E</b>	<b>2004/05 E</b>
Ebit	40,9	46,4	53,0	56,3
Marge op.	9,4%	10,7%	10,7%	10,9%
RCAI	32,2	41,1	46,8	50,2
Var.	+9,8%	+27,6%	+13,8%	+7,2%
RNpdg	20,0	23,3	27,6	30,3
Var.	+13,6%	+16,5%	+18,4%	+9,7%
<b>BPA*</b>	<b>6,33</b>	<b>8,67</b>	<b>9,33</b>	<b>10,18</b>
Var.	+5,6%	+36,9%	+7,6%	+9,1%
<b>TMVA</b>			<b>+9,2%</b>	

*Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap - \* retraité des éléments exceptionnels et survaleurs*

In fine, nos hypothèses de BPA 2003/04 ont été revues en hausse de 9,5% à **9,33€** vs. 8,52€ (préalablement à la publication des résultats) avec une estimation pour 2004/05 de 10,18€ en progression de 9,1% par rapport à l'exercice précédent.

**Le TMVA de 9,2% est finalement voisin du TMVA enregistré au cours des 10 dernières années (8,6%), confirmant le potentiel de croissance régulière du groupe sur longue période.**



## Opinion inchangée Achat

En dépit du récent parcours boursier (+16% depuis juillet, +28% depuis mai), nous maintenons notre opinion inchangée (**Achat**), compte tenu de l'excellent niveau des fondamentaux.

Notre opinion repose sur :

1. un objectif de cours mécaniquement revu en hausse sur la base d'une séquence de résultats elle-même ajustée à la hausse,
2. des fondamentaux dont la qualité n'est plus à démontrer, alors que le groupe VCC fait figure d'acteur pérenne sur un marché à haute intensité capitalistique (niveau élevé des barrières à l'entrée en raison du poids stratégique des fonds génétiques, sans parler de l'image des marques).

**Une valorisation qui reste modeste (10,9x les résultats et 0,86x le CA)**

A méthodes de valorisation inchangées, et sur la seule base des ajustements de nos prévisions de croissance bénéficiaire, nous avons ajusté **notre objectif de cours à 110,3€ vs. 101,1€ précédemment.**

Objectif de cours révisé			
(€)	2002/03	2003/04 E	2004/05 E
BPA anciens	7,37	8,52	9,61
Objectif de cours		101,1€ <sup>4</sup>	
BPA nouveaux	8,67	9,33	10,18
Différence	+17,6%	+9,5%	+5,9%
<b>Objectif de cours</b>		<b>110,3€</b>	
Différence		<b>+9,0%</b>	

*Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap*

**Cet objectif de cours ne tient pas compte d'un éventuel changement de statut lié au renforcement passé et attendu des parts de marché du groupe avec, à la clé, le statut de leader mondial sur le segment professionnel (n°5 en 1993, n°2 en 2003, n°1 ...).**

Aussi, la simple comparaison des ratios actuels avec les ratios historiques traduit-elle une sous-valorisation évidente, du seul fait du changement de dimension du groupe (x2,4 du CA, x2,9 de l'Ebit, x3 du RNpdg...) ainsi que du rôle du groupe au sein de la profession (positionnement part de marché).

Ratios actuels et historiques			
2003/04	Actuels	Objectif de cours	Historique
P/E	10,9	11,8	12,7
P/E relatif	0,74	0,80	0,82
P/CF	7,7	8,3	8,9
EV/CA	0,86	0,92	0,87
Capi/CA	0,66	0,72	0,64
EV/Ebit	8,0	8,5	8,8
EV/Ebitda	6,5	6,9	8,2

*Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap*

<sup>4</sup> cf. étude du 16 juillet 2003 faisant suite à l'acquisition d'Hazera

Bien que le groupe présente un capital verrouillé (contrôlé majoritairement par Limagrain à hauteur de 70%), la comparaison avec les transactions sectorielles ne constitue pas pour autant une approche sans intérêt. La récente reprise du leader Seminis sur la base de **1,5x le CA (650 M\$)** traduit la valeur d'un ticket d'entrée et de plusieurs années de R&D.

**Une juste valeur probablement supérieure à 110€**

Par ailleurs, la qualité des fondamentaux entre les 2 groupes Seminis et VCC est sans commune mesure, au regard :

1. **de la structure financière** (près de 430M\$ de dettes pour Seminis, pour un CA professionnel d'un montant identique, à comparer à 80M€ de dette nette pour VCC avec un CA professionnel de 245M€,
2. **d'une rentabilité la plus élevée de la profession** (devançant depuis peu Takii) vs. des pertes pour Seminis,
3. **de la capacité du groupe à intégrer avec succès de nouvelles entités** (Clause Harris Moran, Hazera pour VCC) à comparer à une crise de croissance mal gérée par Seminis (Asgrow, Peto, Royal Sluis, 2 sociétés coréennes...).

**Ratios de transactions**

	VCC	Hazera	Seminis
EV/CA	0,86	1,0	1,5
EV/Ebit	8,0	9,2	ns

*Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap*

Le potentiel d'appréciation à terme dépasse largement notre objectif instantané de 110€.

Cela devrait confirmer le **TRI** affiché au cours des 10 dernières années<sup>5</sup>. Compte tenu de l'appréciation du titre et du rendement global, ce **TRI s'est inscrit à un niveau voisin de 13,5%**<sup>6</sup>.

**TRI**

(%)	Période 1993/94 – 2002/03
Plus -value	8,1%
Rendement	5,5%
<b>TRI</b>	<b>13,6%</b>
ROE	8,2%
RoCE	11,6%

*Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap*

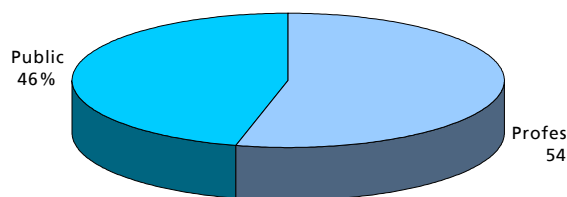
<sup>5</sup> Introduction en bourse en novembre 1993 sur la base de 46,65€

<sup>6</sup> sur la base d'un cours de 101,8€

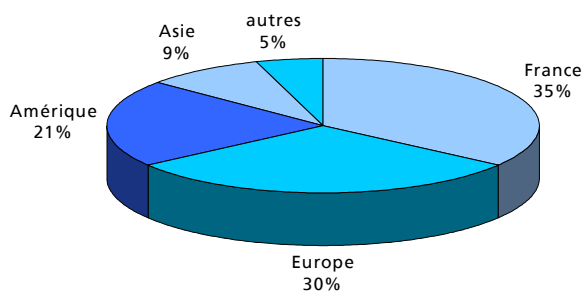
## Compte de résultat 2002-2005e

Au 30 juin (M€)	2002	2003	2004e	2005e
<b>CA</b>	<b>430,1</b>	<b>429,8</b>	<b>490,9</b>	<b>511,2</b>
% de variation	+2,9	-0,1	+14,2	+4,1
Frais de personnel	-115,7	-114,2	-124,5	-127,6
<b>EBITDA</b>	<b>45,9</b>	<b>51,9</b>	<b>64,6</b>	<b>69,0</b>
Marge d'EBITDA (%)	+10,7	+12,1	+13,2	+13,5
Amortissements & provisions	-9,9	-12,3	-13,6	-12,6
Autres éléments	4,9	6,8	2,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>40,9</b>	<b>46,4</b>	<b>53,0</b>	<b>56,3</b>
Résultat financier net	-8,7	-5,3	-6,2	-6,1
Résultat courant avant impôt	32,2	41,1	46,8	50,2
Impôts	-10,9	-12,1	-15,8	-16,6
SME	0,1	-0,1	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	0,1	-3,9	-1,0	-1,0
Amortissement de survaleur	-0,3	-0,5	-1,2	-1,2
<b>RN pdg</b>	<b>20,0</b>	<b>23,3</b>	<b>27,6</b>	<b>30,3</b>
RN avt ex., survaleur & IS	31,1	39,8	45,6	49,0
<b>RN avt ex. &amp; survaleur</b>	<b>20,2</b>	<b>27,7</b>	<b>29,8</b>	<b>32,5</b>
Taux d'imposition (%)	33,9	29,5	33,8	33,0
Effectif moyen	2 857	2 786	3 050	3 126
Nb titres (M)	3	3	3	3
<b>BPA publié (€)</b>	<b>6,27</b>	<b>7,29</b>	<b>8,64</b>	<b>9,49</b>
BPA avant ex. et surv (€)	6,33	8,67	9,33	10,18
Survaleur par action (€)	0,09	0,16	0,38	0,38
CFPA (€)	20,23	5,06	1,75	11,49
CFPA disponible (€)	17,40	-1,21	-2,32	7,41
ANCPA (€)	82,75	83,95	88,97	94,44
Dividende (€)	3,15	3,80	4,32	4,75

## Répartition du chiffre d'affaires par activité



## Répartition géographique du chiffre d'affaires



## Tableau de financement 2002-2005e

Au 30 juin (M€)	2002	2003	2004e	2005e
<b>EBITDA</b>	<b>45,9</b>	<b>51,9</b>	<b>64,6</b>	<b>69,0</b>
Résultat exceptionnel	0,1	-3,9	-1,0	-1,0
Var. BFR	38,2	-18,3	-37,0	-9,7
Provisions et autres	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash flow d'exploitation</b>	<b>84,2</b>	<b>29,7</b>	<b>26,6</b>	<b>58,3</b>
Résultat fin.	-8,7	-5,3	-6,2	-6,1
IS	-10,9	-12,1	-15,8	-16,6
Investissements	-9,1	-16,1	-12,0	-12,0
<b>Cash flow disponible</b>	<b>55,5</b>	<b>-3,8</b>	<b>-7,4</b>	<b>23,6</b>
Dividendes	-10,0	-10,3	-12,1	-13,8
Acquisitions/cessions	-3,5	-0,1	-21,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres (effet devise)	-3,0	7,2	20,7	-0,3
<b>Variation de la trésorerie</b>	<b>39,0</b>	<b>-7,0</b>	<b>-19,8</b>	<b>9,6</b>

## Bilan 2002-2005e

Au 30 juin (M€)	2002	2003	2004e	2005e
<b>Actif immobilisé</b>	<b>96,2</b>	<b>94,9</b>	<b>104,8</b>	<b>105,4</b>
Goodwill & incorporels	91,8	91,3	102,1	100,9
BFR d'exploitation	179,1	197,4	234,4	244,0
<b>Cash/dette nette</b>	<b>-72,8</b>	<b>-79,8</b>	<b>-99,6</b>	<b>-90,0</b>
Provisions et autres	11,3	17,2	17,9	17,9
<b>Capitaux propres</b>	<b>283,0</b>	<b>286,6</b>	<b>323,8</b>	<b>342,5</b>
Minoritaires et actions préf.	19,1	18,9	40,1	41,3
Situation nette pdg	263,9	267,7	283,7	301,2

## Ratios boursiers 2002-2005e

Au 30 juin	2002	2003	2004e	2005e
<b>P/E avant survaleur (x)</b>	<b>16,1</b>	<b>11,7</b>	<b>10,9</b>	<b>10,0</b>
P/E publié (x)	16,2	14,0	11,8	10,7
P/CF (x)	5,0	20,1	58,1	8,9
P/BV (x)	1,2	1,2	1,1	1,1
Rendement net (%)	3,1	3,7	4,2	4,7
EV/CA (x)	0,9	0,9	0,9	0,8
<b>EV/EBITDA (x)</b>	<b>8,7</b>	<b>7,8</b>	<b>6,6</b>	<b>6,0</b>
EV/EBIT (x)	9,7	8,7	8,0	7,4
ROE (%)	7,6	10,4	10,8	11,1
ROCE (%)	10,5	12,3	12,8	12,6
Gearing (%)	25,7	27,8	30,8	26,3
Pay out (%)	50,2	52,1	50,0	50,0

## Données société

<b>Actionnariat</b>	70%	Groupe Limagrain Holding
	30%	Public
<b>Management</b>	M. Pierre LEFEBVRE (Administrateur DG) M Daniel JACQUEMOND (Directeur Financier)	
<b>Adresse</b>	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, Credit Lyonnais Securities

## 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%



**CREDIT LYONNAIS SECURITIES**

**Midcap**

**Credit Lyonnais Securities**  
Broadwalk House  
5 Appold Street  
London EC2A 2DA  
T: +44 (0)20 7588 4000  
F: +44 (0)20 7588 0288  
Contact : Angelo Sofocleous

**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 : Christophe Havret

**Credit Lyonnais Securities 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

**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 Italia**  
Viale Monte Grappa, 4  
20124 Milano  
Italy  
T: +39 02 627141  
F: +39 02 62714399  
Contact : Antonino Cusumano

Ce document a été élaboré par Crédit Lyonnais Securities Midcap et il est exclusivement destiné à l'information de ses clients. S'il est reçu par un client d'une société affiliée à Crédit Lyonnais Securities Midcap, sa remise doit être soumise aux conditions convenues entre le client qui le reçoit et ladite société affiliée.

Au Royaume-Uni, il est destiné exclusivement aux "Market Counterparties" et aux "Intermediate Customers" (tels que définis par la "Financial Services Authority"), conformément à l'article 36 du "Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001" et au "FSA Conduct of Business Rule 3.2.5". Ce document n'est pas destiné aux "Private Customers" (tels que définis par la "Financial Services Authority") et ils ne doivent pas en prendre connaissance.

Aux Etats-Unis, ce document ne peut être remis qu'aux principaux investisseurs institutionnels dits « Major US Institutional Investors » (définis par la règle 15a-6 de l'US Securities Exchange Act de 1934, tel que modifié) ; lesdits destinataires doivent noter que les transactions effectuées pour leur compte le seront par l'intermédiaire de Crédit Lyonnais Securities (USA) Inc. agréé aux Etats-Unis, membre du NYSE, de NASD et SIPC.

Ce document est généralement diffusé en premier lieu par mise en ligne sur le site Internet de Crédit Lyonnais Securities Europe. Il peut également avoir été diffusé par messagerie électronique avant que les brochures soient disponibles.

Les informations qui figurent dans ce document proviennent de sources dignes de foi, cependant aucune attestation ou garantie, expresse ou implicite, n'est donnée par Crédit Lyonnais Securities Midcap quant à l'exactitude, la justesse et l'exhaustivité du contenu de ce document. Les appréciations et prévisions formulées reflètent les opinions du département d'Analyse Financière de Crédit Lyonnais Securities Midcap à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement. Les informations, données financières et opinions présentées dans ce document constituent une aide à la décision d'investissement dont le client conserve l'absolue maîtrise, mais ne sauraient être une incitation à investir, ni constituer la base d'un contrat ou d'un engagement quelconque, ni faire foi à cet effet. Crédit Lyonnais Securities Midcap décline toute responsabilité en cas de perte ou dommages directs ou indirects consécutifs ou liés à l'utilisation de ce document et de son contenu. En recevant le présent document, le destinataire accepte d'être lié par les restrictions énoncées ci-dessus. Le présent document ne peut être reproduit ou redistribué en tout ou partie à quelque fin que ce soit sans l'accord express préalable et écrit de Crédit Lyonnais Securities Midcap. Tous les droits étant réservés. Crédit Lyonnais Securities Midcap est agréé par le Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement ("CECEI"), . Il est soumis à la réglementation du Conseil des Marchés Financiers ("CMF") et du Comité de la Réglementation Bancaire et Financière ("CRBF"), et aux contrôles du CMF et de la Commission Bancaire. Il est membre d'EURONEXT Paris. Immatriculé en France SIREN No: B 957 523 998 RCS Lyon. VAT Reg. No: FR 08 957 523 988.

Nous attirons l'attention du lecteur sur le fait que Credit Lyonnais Securities Midcap a conclu un contrat de liquidité avec la société. Dans ce cadre Credit Lyonnais Securities 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 Credit Lyonnais Securities 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.