



Vilmorin Clause & Cie

Reuters : VILM.PA

Bloomberg : RIN FP

Agroalimentaire France

Achat 79,5 €

Mise à jour

Prochain événement : CA annuel 5/08/03

Capi. bours : 254 M€

Dette nette 2003e : 58 M€

ANCPA 2003e : 86,54 €

Extrêmes (12m) : 71-92,5 €

Volume/jour : 1 500

Flottant : 27%

Perf rel SBF 250 (%) :

1m +6

3m -2

12m +40

Perf abs (%) :

1m +6

3m +1

12m -4

Vilmorin Clause & Cie vs. SBF 250



Source : Datastream

Une croissance pérenne

- **Un news-flow favorable.** En dépit d'une incidence change pénalisante (18 M€ de manque à gagner de CA au terme de 9 mois d'activité et 25 M€ estimés pour l'ensemble de l'exercice), les principales filiales du groupe devraient afficher de bonnes performances, tant en termes d'activité (+5 à 7%), qu'en termes de rentabilité (consolidation des marges du pôle Professionnel et redressement de celles du pôle Grand Public). **Nous tablons sur un gain de 0,7 point de la marge opérationnelle à 10,1% vs. 9,4% et une hausse de 17,2% des BPA retraités 2002/03.**

- **Les nouveaux enjeux.** L'Asie constitue l'une des priorités du groupe avec, dans un premier temps, la consolidation des participations au sein de Mikado et Kyowa. Les négociations en cours pour le contrôle majoritaire de la filiale israélienne Hazera fourniront au groupe le **leadership mondial sur le marché de la tomate, l'un des principaux marchés du légume/fruit**, sans parler de la confirmation des accords dans le domaine de la recherche, principal vecteur de croissance à moyen terme.

- **Un upside de 20 à 30%.** Sur la base d'une croissance moyenne de 4 à 5% du CA et de plus de 12% des BPA, le titre offre un potentiel d'appréciation compte tenu 1/ **d'un différentiel de performances** au regard des comparables, 2/ **d'actifs incorporels** (marques, brevets, fonds génétiques) **sous-valorisés**, 3/ d'une structure financière saine, renforcée **par une génération pérenne de FCF (20M€ en moyenne)**. Les développements ultérieurs renforceront le statut de leader mondial tous segments confondus.

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	6,34	3,15	12,5	7,1	4,0
2003e	431,0	49,8	22,5	7,43	3,52	10,7	6,3	4,4
2004e	448,9	54,4	25,6	8,11	4,01	9,8	5,5	5,0
2005e	468,3	60,1	29,0	9,18	4,54	8,7	4,8	5,7

* Avant excep. et survaleur

Jean-François Granjon

+33 (0)4 72 68 27 05

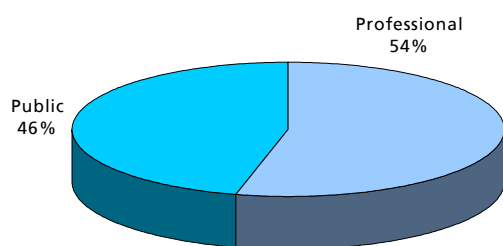
jean-francois.granjon@clse.com

23 mai 2003

Compte de résultat 2002-2005e

Au 30 juin (M€)	2002	2003e	2004e	2005e
CA	430,1	431,0	448,9	468,3
% de variation	+2,9	+0,2	+4,2	+4,3
Frais de personnel	-115,7	-113,4	-116,2	-119,1
EBITDA	45,9	49,8	54,4	60,1
Marge d'EBITDA (%)	+10,7	+11,6	+12,1	+12,8
Amortissements & provisions	-9,9	-10,2	-10,5	-10,8
Autres éléments	4,9	4,5	3,5	2,0
EBIT	40,9	44,1	47,4	51,3
Résultat financier net	-8,7	-5,7	-5,5	-4,8
Résultat courant avant impôt	32,2	38,4	41,9	46,5
Impôts	-10,9	-13,5	-14,9	-16,0
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	0,1	-0,9	0,0	0,0
Amortissement de survaleur	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
RN pdg	20,0	22,5	25,6	29,0
RN avt ex., survaleur & IS	31,1	37,2	40,7	45,3
RN avt ex. & survaleur	20,2	23,7	25,9	29,3
Taux d'imposition (%)	33,8	35,3	35,5	34,4
Effectif moyen	2 857	2 800	2 870	2 942
Nb titres (M)	3	3	3	3
BPA publié (€)	6,27	7,05	8,02	9,08
BPA avant ex. et surv (€)	6,34	7,43	8,11	9,18
Survaleur par action (€)	0,09	0,09	0,09	0,09
CFPA (€)	20,23	9,48	8,35	9,78
CFPA disponible (€)	17,41	6,33	5,49	6,91
ANCPA (€)	82,75	86,54	91,00	96,28
Dividende (€)	3,15	3,52	4,01	4,54

Répartition du chiffre d'affaires par activité



Répartition géographique du chiffre d'affaires

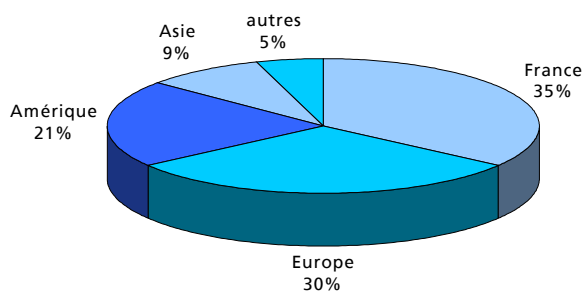


Tableau de financement 2002-2005e

Au 30 juin (M€)	2002	2003e	2004e	2005e
EBITDA	45,9	49,8	54,4	60,1
Résultat exceptionnel	0,1	-0,9	0,0	0,0
Var. BFR	38,2	-0,3	-7,4	-8,0
Provisions et autres	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow d'exploitation	84,2	48,6	47,0	52,0
Résultat fin.	-8,7	-5,7	-5,5	-4,8
IS	-10,9	-13,5	-14,9	-16,0
Investissements	-9,1	-9,1	-9,1	-9,1
Cash flow disponible	55,5	20,2	17,5	22,0
Dividendes	-10,0	-10,0	-11,2	-12,8
Acquisitions/cessions	-3,5	0,0	0,0	0,0
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	-3,0	4,5	3,8	3,1
Variation de la trésorerie	39,0	14,7	10,1	12,4

Bilan 2002-2005e

Au 30 juin (M€)	2002	2003e	2004e	2005e
Actif immobilisé	96,2	94,0	91,5	88,6
Goodwill & incorporels	91,8	91,5	91,2	90,9
BFR d'exploitation	179,1	179,4	186,8	194,9
Cash/dette nette	-72,8	-58,1	-48,0	-35,6
Provisions et autres	11,3	10,6	9,8	9,1
Capitaux propres	283,0	296,3	311,7	329,7
Minoritaires et actions préf.	19,1	20,3	21,5	22,7
Situation nette pdg	263,9	276,0	290,2	307,0

Ratios boursiers 2002-2005e

Au 30 juin	2002	2003e	2004e	2005e
P/E avant survaleur (x)	12,5	10,7	9,8	8,7
P/E publié (x)	12,7	11,3	9,9	8,8
P/CF (x)	3,9	8,4	9,5	8,1
P/BV (x)	1,0	0,9	0,9	0,8
Rendement net (%)	4,0	4,4	5,0	5,7
EV/CA (x)	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (x)	7,1	6,3	5,5	4,8
EV/EBIT (x)	8,0	7,1	6,4	5,6
ROE (%)	7,6	8,8	9,1	9,8
ROCE (%)	10,5	12,1	12,9	13,8
Gearing (%)	25,7	19,6	15,4	10,8
Pay out (%)	50,2	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, 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%

Sommaire

Les récentes publications	4
De bonnes performances réelles gommées par un effet devise négatif	4
La confirmation d'une amélioration de la rentabilité	5
Les relais de croissance	7
La croissance du groupe repose sur des compétences additionnelles	7
L'Asie : un vecteur de développement important	8
Un rapprochement avec l'entreprise israélienne Hazera	8
Valorisation	10
Des atouts structurels	10
Les méthodes	11
Synthèse	12

Les récentes publications

De bonnes performances réelles gommées par un effet devise négatif

Vilmorin Clause et Cie n'échappera pas à la règle qui s'impose à la plupart des sociétés fortement internationales avec une exposition sensible au dollar. Avec 20% du CA libellé en dollar, mais également une présence au UK et au Japon, le groupe subit le phénomène de dépréciation du dollar, comme cela a été constaté lors de la publication du CA 9 mois.

Ce dernier s'est inscrit à 319,6 M€ vs. 325,3 M€, soit en retrait de 1,7% à change courant mais en **progression de 2,4% à change constant** (+6,1% après prise en compte d'un changement de traitement comptable pour la filiale américaine Ferry Morse).

Coût lié au dollar : 18 M€ de CA

Evolution du CA			
(M€)	6 mois	9 mois	Annuel
Grand Public	66,5	158,3	199,5
Var.	-3,6%	-0,1%	+1,7%
Péri/Change id	+10,3%	+9,3%	+9,2%
Professionnel	84,4	161,1	231,5
Var.	+1,8%	-2,2%	-1,0%
Péri/Change id	+6,9%	+3,4%	+3,2%
Consolidé	151,0	319,6	431,0
Var.	-1,4%	-1,7%	+0,2%
Péri/Change id	+8,3%	+6,1%	+6,0%

Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap

La dépréciation du dollar (manque à gagner estimé à 18 M€ au terme des 9 mois) masque en réalité **les bonnes performances économiques des différentes filiales**.

En ce qui concerne **la branche Grand Public**, les filiales françaises et européennes ont enregistré une activité soutenue à l'exception de **Flora Frey** (filiale allemande) qui a dû subir un contexte de marché plus difficile et des conditions climatiques moins favorables. La principale filiale **Oxadis** a ainsi assuré une progression de près de 5% au terme des 9 mois d'activité (bon déroulement de la campagne de bulbes à fleurs en automne et excellente campagne commerciale au printemps pour l'activité semence).

Un rattrapage au 4^{ème} trimestre

Le sensible décalage constaté entre la progression réelle du CA et la hausse retraitée provient, pour une grande part, de la mise en place de nouvelles procédures commerciales pour les 2 principaux clients de la filiale américaine **Ferry Morse**, à savoir WalMart et Home Depot¹. Ce décalage était de 7,4 M€ fin mars 2003 et sera totalement résorbé à la fin de l'exercice, d'où une progression facialement importante du T4 pour le pôle Grand Public que nous estimons, d'ores et déjà, à près de 19%.

Le pôle Professionnel n'est pas en reste puisque les principales filiales affichent des performances comprises entre 4 et 7% au terme des 9 mois d'activité. Cela se vérifie pour les filiales européennes (**Vilmorin, Clause/Tézier**) et américaine (**Harris Moran**).

¹ Constatation du transfert de propriété et donc comptabilisation en CA des marchandises lors des ventes au consommateur et non lors de la livraison auprès du distributeur

Un dynamisme confirmé pour les activités professionnelles

La filiale américaine Harris Moran affiche un taux de croissance soutenu (+7% en dollar), soit l'une des meilleures performances des filiales professionnelles, avec une activité soutenue sur le marché du frais, et un bon niveau de carnet de commandes pour les industries de transformation (conserveurs...).

A contrario, la filiale japonaise **Kyowa** subit de nouveau un drastique ralentissement d'activité (-8% à change constant, -16% à change courant) imputable à une sensible baisse d'activité du pôle négoce (fournitures plastiques qui représentent les 2/3 du CA), et à la dépréciation du Yen.

Un CA étale du fait de l'impact de changes estimé à 25 M€

In fine, nous avons été plus conservateurs quant à nos prévisions de CA annuel (clôture au 30 juin), non pas en raison d'un fléchissement d'activité (bien au contraire), mais du fait d'une incidence change qui demeure défavorable (avec un euro à 1,15\$). Pour l'ensemble de l'exercice, **nous chiffrons l'impact dollar à 25 M€ de manque à gagner de CA** (vs 18 M€ au terme des 9 mois), soit près de 6% du CA.

Nouvelles estimations de CA (hors prestations de services)

(M€)	2001/02	2002/03 E	2003/04 E	2004/05 e
Précédentes	430,1	444,0	463,0	483,0
Var.	+2,9%	+3,2%	+4,2%	+4,3%
Nouvelles	430,1	431,0	448,9	468,3
Var.	+2,9%	+0,2%	+4,2%	+4,3%

Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap

La confirmation d'une amélioration de la rentabilité

Bien qu'à analyser avec précaution pour cause de saisonnalité², les résultats semestriels fournissent une première tendance des anticipations annuelles. L'exercice en cours ne devrait pas échapper à la règle avec une amélioration de la rentabilité opérationnelle dès la première partie de l'exercice.

Résultats d'exploitation semestriels

(M€)	1997/98	1998/99	1999/00	2000/01	2001/02	2002/03 E
S1	-16,4	-11,4	-9,8	-15,9	-14,4	-13,1
S2	52,5	51,2	49,7	51,8	55,3	57,2
Annuel	36,1	39,9	39,9	35,9	40,9	44,1

Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap

Des résultats semestriels en amélioration en dépit d'un changement de méthodes comptables

Avec une perte opérationnelle réduite à -13,1 M€ vs. -14,4 M€ l'exercice précédent, le groupe traduit une amélioration de son niveau de marge commerciale parallèlement à une proportion accrue du poids des obtentions dans son CA (supérieur à 80%) et à un bon contrôle des principaux postes de charges dont les frais de personnel. Par ailleurs, les moindres dotations aux provisions sur stocks, liées aux bonnes campagnes de récolte en automne, confortent cette amélioration.

Notons néanmoins que le changement de procédures commerciales évoqué précédemment a sensiblement pénalisé la rentabilité semestrielle du fait d'un moindre niveau d'activité facturé (rappel 6,7 M€). Aussi, retraité de ce facteur, **l'Ebit ressortirait-il à -8,7 M€ vs. -13,1 M€ soit un différentiel de 4,4 M€.**

² environ un tiers du CA réalisé au cours du 1^{er} semestre de l'exercice

Marge opérationnelle

(%)	2001/02	2002/03 E	2003/04 E	2004/05 E
S1	-9,4%	-8,7%		
S2	19,5%	19,9%		
Annuel	9,4%	10,1%	10,4%	10,8%

Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap

Tous les indicateurs sont actuellement à même de conforter nos anticipations annuelles d'amélioration de marges, d'autant que le facteur climatique est plutôt favorable (cela s'est confirmé au cours du mois d'avril et début mai).

Le pôle Professionnel restera le principal contributeur alors que le pôle Grand Public rattrapera une partie de son retard.

Marge opérationnelle par division

	2001/02	2002/03 E	2003/04 E	2004/05 E
Ebit (M€)	40,9	44,1	47,4	51,3
Marge	9,4%	10,1%	10,4%	10,8%
Professionnel	16,1%	17,1%	17,1%	17,3%
Gd Public	2,3%	2,9%	3,8%	4,2%

Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap

Des contributions homogènes pour le pôle professionnel

Le maintien du poids des obtentions à **un niveau supérieur à 81%** participe à l'appréciation des marges du pôle professionnel (**estimée à 1 point**). Par ailleurs, le bon niveau d'activité enregistré par les principales filiales professionnelles (Vilmorin et Clause/Tézier) renforce leur contribution respective. La fusion réalisée entre Clause et Tézier permet par ailleurs de favoriser des synergies et une meilleure couverture des charges fixes. En dépit de la dépréciation du dollar, la contribution de la filiale américaine Harris Moran sera favorable, alors que cette filiale bénéficie d'un environnement concurrentiel (Seminis) moins perturbé que l'année précédente.

Un redressement confirmé pour le Grand Public

Le redressement constaté depuis l'exercice passé de la division Grand Public devrait se confirmer au cours de cet exercice (**gain de 0,6 point de la marge opérationnelle**) avec les bonnes performances des filiales américaines et britanniques. Cette division a bénéficié d'une bonne saison, entre autres sur le segment de la VPC. La seule ombre au tableau devrait être la filiale Allemande qui supporte toujours un point mort élevé dans un contexte de marché difficile (bi-polarisation au détriment du positionnement milieu de marché occupé par Flora Frey). La principale filiale du pôle, à savoir Oxadis en France, devrait confirmer une rentabilité opérationnelle comprise entre 4,5 et 5%.

Globalement, le groupe devrait être à même d'afficher un gain proche de 1 point en termes de marge. **Nous avons retenu une appréciation de 0,7 point à 10,1% vs 9,4% l'exercice précédent.**

Avec une structure financière saine (réduction de la dette nette de près de 20 M€ au terme du semestre), et par conséquent des frais financiers maîtrisés (contrôle du BFR), **nous tablons raisonnablement sur une progression de 12,5% du RN à 22,5 M€ (vs 20 M€).**

BPA

	2001/02	2002/03 e	2003/04 e	2004/05 e
RN pdg	20,0	22,5	25,6	29,0
BPA*	6,34	7,43	8,11	9,18
Var.	+5,6%	+17,2%	+9,3%	+13,1%

*Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap - *BPA retraités des survaleurs et éléments exceptionnels*

Les relais de croissance

La croissance du groupe repose sur des compétences additionnelles

Les parts de marché du groupe (leader mondial tous segments confondus et n°3 mondial pour les activités professionnelles) résultent d'un savoir-faire constitué au fil des décennies avec, d'une part, **des marques de renommées internationales** et, d'autre part, **des barrières à l'entrée importantes** compte tenu du poids de la recherche et développement.

La R&D à la base de la croissance pérenne du groupe

Les marges de la division professionnelle évoquées précédemment s'expliquent par le **poids des obtentions** elles-mêmes issues des travaux de recherche du groupe, capitalisés sur de nombreuses années. Ces travaux visent la mise au point de nouvelles espèces variétales afin de répondre aux attentes des industriels et des consommateurs. La création variétale fait ainsi référence à des fonds génétiques de base (ou patrimoine génétique) qui constituent à n'en pas douter le principal actif incorporel du groupe.

La pérennisation de la croissance du groupe passe par des efforts incessants en R&D (12 à 13% du CA professionnel) à l'image des sociétés pharmaceutiques, d'où l'importance des relations entre Vilmorin Clause & Cie et la maison mère Limagrain, mais également par des acquisitions de savoir-faire comme cela a été le cas avec la prise d'une participation dans la société néerlandaise Keygene.

Par l'intermédiaire de cette dernière, le groupe acquiert un outil stratégique dans le domaine **des biotechnologies et de la génomique végétale** afin d'accélérer le processus de mise au point de nouvelles espèces variétales. Grâce aux techniques de marquage moléculaire, le groupe économise 3 années de mise au point d'où un délai ramené à 7 années.

Cette opération constitue un exemple parmi d'autres alors que le groupe vise également le rachat de marques (cf. Geissler, Van Den Berg...) ou de distributeurs afin de renforcer ses parts de marché. Récemment (mars 2003) le groupe a acquis un distributeur au Mexique afin de renforcer sa présence (22% de part de marché vs. 13%) et se rapprocher ainsi du leader Seminis.

La croissance du groupe repose ainsi sur des acquisitions de compétences (technologie), de marques et de réseaux favorisant son savoir-faire et une meilleure optimisation de sa distribution.

Les difficultés du leader mondial Seminis, évoquées à plusieurs reprises, pourraient se traduire par une redistribution des cartes au sein du secteur. Le groupe mexicain fait actuellement l'objet d'un plan de reprise par les fonds d'investissement américains Fox Paine. Dans le cadre de cette opération, des cessions par appartements pourraient être envisagées, d'où un éventuel intérêt pour Vilmorin Clause & Cie. Seminis a affiché au cours de l'exercice 2002 un sensible redressement de sa rentabilité. Néanmoins, au terme du 1^{er} trimestre calendaire, l'activité a été relativement étale alors que le groupe a interrompu sa politique de dumping.

L'Asie : un vecteur de développement important

Encore faiblement présent en Asie, le groupe souhaite accentuer sa présence dans cette zone jugée comme **dynamique et fortement rentable**. La pénétration de la zone asiatique demeure difficile pour des motifs culturels, mais aussi en raison de la présence de 2 principaux acteurs que sont Takii et Sakata (CA de respectivement 143 et 115 M\$ réalisé dans les semences, n° 4 et 5 mondiaux³).

Un potentiel indéniable mais un marché encore fermé

Le groupe convoite néanmoins ce marché depuis plusieurs années et accroît progressivement sa présence (20% du capital de Mikado et 40% de celui de Kyowa). Le marché japonais constitue plus particulièrement un marché porteur et rentable, compte tenu des limites physiques aux surfaces cultivables, alors que la zone asiatique représente un important vivier d'hommes à nourrir.

L'implantation au Japon favorise également le développement et l'exploitation de nouvelles espèces variétales (bunching onion, daikon⁴...) commercialisables, à terme, au sein d'autres zones géographiques.

L'actuelle contreperformance de Kyowa traduit les difficultés de développement. Néanmoins, ces difficultés sont pour partie imputables à l'activité négoce de fournitures plastiques agricoles qui pollue les performances globales.

L'amélioration de la rentabilité passera par un important programme de réorganisation, portant à la fois sur les réseaux commerciaux, l'organisation interne, et la définition du portefeuille d'activité. Aussi, le groupe vise-t-il un regroupement des unités (entre Mikado et Kyowa) par une mise en commun, entre autres, des stations de recherche et ainsi une meilleure maîtrise des frais généraux. Ce projet devrait se concrétiser fin 2003/début 2004.

Un rapprochement avec l'entreprise israélienne Hazera

Actuellement détenteur d'une participation de 12,5% dans le capital de la société israélienne Hazera Genetics⁵, **le groupe envisage le rachat de la participation de 42,4% de Polar Investments** qui souhaite actuellement se désengager.

Les motivations liées à l'opération

Cette opération en cours de discussions donnerait à Vilmorin Clause & Cie le contrôle majoritaire (**54,9% du capital**) sans pour autant être contraint de lancer une OPA sur le solde du capital, en raison de la présence d'un pacte d'actionnaires avec le second actionnaire de Hazera (37% détenus par les Kibboutz).

Cette opération constitue, à n'en pas douter, une réelle opportunité pour Vilmorin qui, depuis sa prise de participation initiale, a d'ores et déjà engagé des travaux en étroite collaboration dont des programmes de recherche en commun.

³ derrière Seminis, Syngenta et Vilmorin Clause & Cie

⁴ correspondant à un radis blanc pour le dernier. Notons pour mémoire que le chou brocoli trouve ses origines en Asie

⁵ Il s'agit d'une participation croisée, Hazera ayant par ailleurs une participation dans le capital des filiales Vilmorin et Harris Moran

La prise de contrôle de la société Hazera présente ainsi plusieurs atouts, dont :

1. un positionnement renforcé sur le marché de la tomate,
2. l'intégration d'une structure à forte présence internationale et plus particulièrement au sein du bassin méditerranéen,
3. **l'accès à la recherche publique israélienne**, source des développements futurs pour la mise au point de nouvelles espèces variétales.

Une acquisition stratégique : un accès au plus important marché

Alors que le marché de la tomate est l'un des plus importants et les plus rémunérateurs, le groupe ne réalisait pas, jusqu'à présent, l'essentiel de son activité sur ce segment ayant privilégié d'autres espèces comme le melon, le chou, les carottes, piments, courgettes...

Aussi, cette acquisition permettrait-elle d'intégrer **l'un des principaux acteurs sur le marché de la tomate pour le marché du frais** (60% du CA de Hazera sur différentes espèces de tomates), donnant ainsi **le leadership mondial au groupe Vilmorin**. Essentiellement présent sur le segment de la tomate pour des applications industrielles⁶, le groupe serait ainsi présent sur les différentes espèces avec la double destination, marché du frais et industrie.

Les termes de l'opération

Le prix de la part de marché

Les modalités de l'opération n'ont pas encore été arrêtées. Néanmoins la base de transaction retenue serait de **25 M€ pour 42,4% du capital soit une valorisation globale de 59 M€ (1,25x le CA)** pour une structure qui a affiché un CA de 47,1 M€ en 2002 et une rentabilité nulle. La valorisation peut sembler élevée mais doit être relativisée au regard de plusieurs paramètres :

1. La transaction actuelle est sans commune mesure avec le prix payé en 1998. La prise de participation précédente à hauteur de 12,5% a été enregistrée dans les comptes pour 22,6 M€ **soit une valorisation globale de 180 M€ à comparer à 59 M€ aujourd'hui !** Cela correspond indéniablement au prix du ticket d'entrée ; compte tenu de l'intérêt de l'opération évoqué précédemment ;
2. Avec un objectif de croissance de 10% du CA 2003 (51,8 M€), la transaction représenterait **1,1x le CA** (1,25x sur la base 2002) soit un niveau raisonnable au regard des atouts liés à cette opération (leadership mondial de la tomate, accès à la recherche publique israélienne...). Par ailleurs, l'activité de Hazera est exclusivement dédiée au pôle professionnel d'où des niveaux de marge plus importants ;
3. Ces derniers se situaient lors de la première prise de participation à **12%** (4 à 5% pour Vilmorin) alors que Hazera bénéficiait d'une position significative sur le marché de la tomate avec, entre autres, l'exploitation d'une nouvelle variété de tomate longue durée.

⁶ Référence Tomates "786" entre autres

La rentabilité a néanmoins été mise à mal au cours de ces dernières années (2001 et 2002) alors que la nouvelle variété de tomate avait été affectée par un virus, source de pertes de parts de marché. Le redressement est en voie de réalisation avec le retour attendu de la profitabilité dès 2003 (marge nette voisine de 4%). Par ailleurs, les accords de recherche et de coopération commerciale accrus favoriseront le retour à des niveaux de profitabilité historique, **d'où une incidence plutôt relative.**

Valorisation

Des atouts structurels

Au-delà des méthodes traditionnelles de valorisation qui, bon an mal an, font systématiquement apparaître une décote du titre par rapport à la qualité des fondamentaux de Vilmorin Clause & Cie, il importe de noter les enjeux actuels, abordés par le groupe, qui renforcent **son statut de valeur leader à forte notoriété sur un marché résolument international.**

Croissance pérenne et rentable

Ces enjeux évoqués précédemment (capitalisation sur la R&D qui garantit des barrières à l'entrée élevées, accès au marché asiatique qui élargit la présence du groupe à de nouvelles zones commerciales jusqu'alors limitée à l'Europe puis aux USA, enfin négociation pour la prise de contrôle majoritaire de la société israélienne Hazera...) sont les garants **d'une croissance pérenne** (+2% pour le marché, +5/7% pour le groupe) avec, à la clé, **une amélioration de la rentabilité** (forte contribution du pôle professionnel, synergies entre divisions professionnel et grand public, ROE proche de 9%, RoCE voisin de 13%).

ROE/RoCE					
(%)	2000/01	2001/02	2002/03 E	2003/04 E	2004/05 E
ROE	7,6%	7,6%	8,8%	9,1%	9,8%
RoCE	9,4%	10,5%	12,1%	12,9%	13,8%

Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap

Le groupe dispose des moyens de sa croissance

Le groupe bénéficie, de surcroît, d'une structure financière non seulement saine, mais en voie d'amélioration avec **un gearing de 25,7% au 30 juin 2002 et estimé à moins de 20% au 30 juin 2003.** Certes, la date de clôture correspond à une période creuse en termes de besoins de trésorerie, néanmoins, cette amélioration structurelle du bilan se constate également en période intermédiaire (bilan semestriel avec une réduction de la dette nette de 18 M€). Cela assure ainsi toutes les marges de manœuvre au groupe pour garantir ses développements ultérieurs avec la possibilité de mixer les modes de financement (free CF, recours à l'endettement, appel au marché...).

Gearing et couverture des Frais Financiers					
(M€)	2000/01	2001/02	2002/03 E	2003/04 E	2004/05 E
FP	287,8	283,0	296,7	311,7	329,6
DN	111,8	72,8	58,1	48,0	35,6
Gearing	38,8%	25,7%	19,6%	15,4%	10,8%
Ebit/FFin	5,4	4,7	7,7	8,6	10,6

Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap

En dépit d'une certaine cyclicité du niveau de consommation de trésorerie (selon les périodes d'entrée de production et de livraison), le groupe assure un excellent niveau de couverture des frais financiers.

Les méthodes

Un objectif de cours compris entre
94,6 et 103,6€

L'approche par les comparables est relativement pénalisante (**objectif de cours de 84,3€**) compte tenu d'une référence au secteur agroalimentaire des valeurs moyennes. Il s'agit d'une appartenance par défaut, alors que la prise en compte de valeurs plus directement impliquées dans la production de semences (Syngenta, Bayer Crop Science et Monsanto... Seminis et Sakata n'ont pas été retenues en raison de ratios peu pertinents) traduit une valorisation plus flatteuse (**100,2€**). Néanmoins, ces valeurs évoluent, par ailleurs, sur d'autres segments d'activité, d'où la nécessité de pondérer les ratios de valorisation.

Echantillon Agroalimentaire/Chimistes⁷

	---P/E---		---PER---		---P/CF---		--Capi/CA--		--EV/CA--		--EV/Ebit--		-EV/Ebitda-	
	02/03	03/04	02/03	03/04	02/03	03/04	02/03	03/04	02/03	03/04	02/03	03/04	02/03	03/04
Agor	9,9	8,6	0,8	0,9	7,0	6,0	0,37	0,35	0,51	0,46	7,9	6,9	5,2	4,6
Chimiste	16,5	14,4	1,0	0,95	6,0	5,3	0,83	0,76	1,10	0,99	12,6	10,2	5,9	5,1
Vilmorin	10,7	9,8	0,8	0,9	8,4	9,5	0,59	0,56	0,72	0,67	7,1	6,3	6,2	5,5

Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap

Il n'existe pas de pure player comparable à l'exception de Seminis. Malheureusement, cette société n'offre pas de ratios pertinents sur la durée, compte tenu des difficultés antérieures et d'un redressement récent. A contrario, les négociations en cours pour une éventuelle reprise par les fonds d'investissements américains Fox Pain sur la base de 222 M\$ traduisent les ratios suivants : environ 0,5x le CA 2002 et **1,4x la valeur d'entreprise rapporté au CA** (d'où le poids de la dette).

A titre de comparaison, le groupe Vilmorin paraît sensiblement sous-valorisé sur la seule base du critère de la rentabilité.

Une actualisation des résultats permet de tenir compte de nos hypothèses de **croissance moyenne des BPA de 12,4% pour la période 2002/06** à comparer à une moyenne de près de 10% pour les références sectorielles. Il en ressort un objectif de cours faiblement plus ambitieux à **88€**, en raison de la prise en compte d'un P/E de référence du secteur agroalimentaire (9,9x) peu représentatif des caractéristiques du groupe. Sur la base d'un P/E moyen (agroalimentaire et chimistes) de 13,2, l'objectif de cours serait **supérieur à 100€**.

La prise en compte de ratios historiques (moyenne pour la période 1995/2002) traduit de manière plus évidente la décote subie par le groupe avec un objectif (**94,7€**) proche de notre objectif global.

Ratios historiques

	P/E	PER	P/CF	Capi/CA	EV/CA	EV/Ebit	EV/Ebitda
Historique	13,3	0,8	9,3	0,65	0,89	9,1	8,4
Actuel	10,7	0,8	7,1	0,59	0,72	7,1	6,2

Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap

Ces ratios historiques appellent 2 commentaires. Ils correspondent, pour la plupart d'entre eux, à un niveau moyen entre les ratios du secteur agroalimentaire et ceux des valeurs semencières et/ou chimistes retenues. Par ailleurs, ils constituent, selon nous, des niveaux minimums compte tenu du statut acquis par le groupe au cours de ces dernières années.

⁷ Echantillon Agroalimentaire: Bonduelle, Brioche Pasquier, Fleury Michon, Laurent Perrier, LDC, Sabaté-Diosos, Vranken – Chimiste: Syngenta, Bayer Crop Science, Monsanto.

Le statut de leader ainsi que la régularité des performances du groupe justifieraient une prime par rapport au marché soit un P/E relatif plutôt voisin voire supérieur à 1x.

Une génération pérenne de FCF

Enfin, une approche classique par les DCF traduit un objectif plus en phase avec les caractéristiques du groupe (111,2€) alors que la société est à même de générer du FCF (20 M€ en moyenne). Par ailleurs, le raisonnement sur une génération de flux de 10 exercices reflète idéalement le délai nécessaire de mise au point de nouvelles espèces variétales (obtentions). Les hypothèses retenues ont été de surcroît extrêmement conservatrices, avec un taux de croissance à l'infini de 1% (taux de rentabilité exigé de 8,6%).

Synthèse

Synthèse		
Méthodes	Valorisation (M€)	Prix par action
Comparaisons	269	84,3€
Actualisation des résultats	281	88,0€
Ratios historiques	302	94,7€
DCF	355	111,2€
Synthèse	302	94,6€
Upside		+19%
Rachat de redevances	355	111,4€
Multiple de R&D	449	140,8€
Synthèse	330	103,6€
Upside		+30%

Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap

Un upside compris entre 20 et 30%

En moyenne, notre objectif ressort à 94,6€ soit un upside de 19%. Afin de mieux refléter les qualités intrinsèques du groupe, nous avons retenu 2 autres approches à connotation plus patrimoniale, qui visent ainsi une meilleure appréciation des actifs incorporels. Ces derniers (marques, brevets, fonds génétiques) sont ainsi valorisés comptablement sans prise en compte d'une valeur de marché.

La méthode dite de rachat de redevance permet de réévaluer la valeur d'actif du groupe, alors que la seule valorisation du budget de R&D (sur la base d'un ratio sensé refléter les délais de mises au point) traduit les efforts récurrents en recherche fondamentale et appliquée.

Il en résulte un objectif supérieur à 100€ (103,6€) soit un upside de 30%. Sur cette base, la groupe présenterait des ratios toujours conservateurs.

Ratios sur base objectif de cours

-----P/E-----		-----PER-----		-----P/CF-----		-----EV/CA-----		-----EV/Ebit-----		
2002/03	2003/04	2002/03	2003/04	2002/03	2003/04	2002/03	2003/04	2002/03	2003/04	
94,6	12,7	11,7	0,93	1,05	8,5	7,7	0,83	0,78	8,2	7,4
103,6	14,0	12,8	1,02	1,15	9,3	8,5	0,90	0,84	8,8	7,9

Estimations Crédit Lyonnais Securities Midcap

Ces ratios sont d'autant plus attractifs que le groupe devrait confirmer ses perspectives de croissance à l'appui d'un news-flow favorable.



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 est exclusivement destiné à l'information des clients de Crédit Lyonnais Securities Midcap. 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, ce document est destiné exclusivement aux « Market Counterparties » et aux « Intermediary Customers » tels que définis par le Financial Services and Markets Act 2000.

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.

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. Ce document ne saurait être considéré comme une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'un quelconque instrument financier.

Les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi, cependant Crédit Lyonnais Securities Midcap ne les a pas vérifiées de manière indépendante; par conséquent, aucune attestation ou garantie, expresse ou implicite, n'est donnée quant à l'exactitude, la justesse et l'exhaustivité du contenu de ce document. Les appréciations 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.

Ce document a été communiqué à la société concernée et/ou à son conseil préalablement à sa diffusion. Néanmoins, Crédit Lyonnais Securities Midcap n'est en aucune façon tenu par leurs observations.

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.