

Graines Voltz

ticker : GRVO - Euronext Paris, compartiment C

-- Une société sous-valorisée en bourse --

Un juste-prix supérieur à **40 EUR par action**

Initiée par :

[Actionnaires minoritaires de Graines Voltz - Défendons nous !](#)

Sommaire

1 - Qui sommes nous ?

2 - Objet de notre démarche

3 - Présentation de la société

4 - Éléments de valorisation

4.1 - Des retraitements pour une lecture économique réaliste

4.2 - Une valorisation au rabais : VE / EBITDA et actif net

5 - Comparables boursiers

5.1 - Présentation des sociétés

5.2 - Comparaisons

6 - Conclusion : juste prix en cas d'offre



1 - Qui sommes-nous ?

1 - Qui sommes nous ?

2 - Objet de notre démarche

3 - Présentation de la société

4 - Eléments de valorisation

4.1 - Des retraitements pour une lecture économique réaliste

4.2 - Une valorisation au rabais : VE / EBITDA et actif net

5 - Comparables boursiers

5.1 - Présentation des sociétés

5.2 - Comparaisons

6 - Conclusion : juste prix en cas d'offre

1 - Qui sommes-nous ?



Un groupe (données arrêtées au 22/05/2017) :

- de **66** actionnaires
- qui possèdent **38 833** actions = **2,83%** du capital
- soit **près de 24%** du flottant, estimé à 12,2% du capital

représentés par le site :

[Actionnaires minoritaires de Graines Voltz – Défendons nous !](#)





2 - Objet de notre démarche

1 - Qui sommes nous ?

2 - Objet de notre démarche

3 - Présentation de la société

4 - Eléments de valorisation

4.1 - Des retraitements pour une lecture économique réaliste

4.2 - Une valorisation au rabais : VE / EBITDA et actif net

5 - Comparables boursiers

5.1 - Présentation des sociétés

5.2 - Comparaisons

6 - Conclusion : juste prix en cas d'offre

2 - Objet de notre démarche



Suite à la montée massive et rapide du PDG et fondateur M. Serge Voltz (de 30% du capital le 15 mai 2016 à plus de 75% aujourd'hui) , et constatant un cours largement décoté⁽¹⁾, notre collectif a pour objet :

- d'analyser les résultats et de les traduire objectivement en performance économique car aucun analyste financier ne suit la valeur ;
- de communiquer sur la société afin d'améliorer sa visibilité et donc la liquidité de l'action, dans l'intérêt de tous les actionnaires ;
- de protéger les actionnaires minoritaires d'une expropriation (OPRO) à un prix déconnecté des fondamentaux économiques et financiers de Graines Voltz.

(1) Au vu de la liquidité, nous considérons que la référence au cours de bourse, en matière d'évaluation de la Société, ne peut être vue que comme strictement indicative.



3 - Présentation de la société

- 1 - Qui sommes nous ?
- 2 - Objet de notre démarche
- 3 - Présentation de la société**
- 4 - Eléments de valorisation
 - 4.1 - Des retraitements pour une lecture économique réaliste
 - 4.2 - Une valorisation au rabais : VE / EBITDA et actif net
- 5 - Comparables boursiers
 - 5.1 - Présentation des sociétés
 - 5.2 - Comparaisons
- 6 - Conclusion : juste prix en cas d'offre

3 - Présentation de la société



Fondée il y a plus de 30 ans, Graines Voltz est développeur (« obtenteur ») et distributeur de semences potagères, de jeunes plants et de fleurs.

La société est **leader**⁽²⁾ indépendant (société familiale) en France sur le secteur de la distribution de semences, de fleurs et de jeunes plants.

Graines Voltz possède **son propre centre logistique** basé en Anjou à Brain-sur-l'Authion (49). Ce site très moderne - livré en 2010 - permet de servir le marché français et l'export.



centre logistique du groupe

La filiale **Ball Ducrettet** située à Thonon-les-Bains (74) est spécialisée dans les fleurs avec un CA 2016 de 10,5 M EUR pour un résultat opérationnel de 1,7 M EUR (16,4% de marge).

(2) « Deux fleurs sur trois, produites en France, proviennent des Graines Voltz », interview de Serge Voltz en 2014.



4 - Éléments de valorisation

4.1 - Des retraitements pour une lecture économique réaliste

- 1 - Qui sommes nous ?
- 2 - Objet de notre démarche
- 3 - Présentation de la société
- 4 - Éléments de valorisation**
 - 4.1 - Des retraitements pour une lecture économique réaliste**
 - 4.2 - Une valorisation au rabais : VE / EBITDA et actif net
- 5 - Comparables boursiers
 - 5.1 - Présentation des sociétés
 - 5.2 - Comparaisons
- 6 - Conclusion : juste prix en cas d'offre



4.1 - Des retraitements pour une lecture économique réaliste

➤ Des charges importantes et non récurrentes à retraiter dans le compte de résultats arrêté au 30/09/2016 :

1. des dotations aux provisions en hausse de +2,4 M EUR (dépréciations de stocks égyptien et dépréciation du poste client) ;
2. une provisions fiscale de 0,8 M EUR ;
3. des « autres charges opérationnelles » d'un montant de 1,2 M EUR (moins-value de cession due notamment à la sortie de fichiers clients, impact déconsolidation de Graines Voltz Egypte, et cession des actions des sociétés Brard Graines, Bigler et Homalys).

> Soit un total de charges non récurrentes de : $2,4 + 0,8 + 1,2 = \underline{4,4 \text{ M EUR}}$

➡ dans ces conditions, et maintenant que la société est recentrée sur son cœur de métier rentable, nous estimons, qu'en vitesse de croisière :
les bénéfices dépasseront **5 M EUR** par exercice.

4.1 - Des retraitements pour une lecture économique réaliste

➤ Une dette nette « facialement » élevée à la lecture du bilan, mais...

... la société a soldé quasiment tout son poste fournisseurs, en les payant en avance. En passant de 11,8 M EUR au 30/09/2015 à 3,9 M EUR au 30/09/2016, l'équipe de direction a décidé d'allouer 7,9 M EUR afin de payer ses fournisseurs en avance.

Passif

Passif	Note	30/09/2016	30/09/2015 Retraité (1)	30/09/2014 Retraité (1)
Capital émis	22	1 370 000	1 370 000	1 370 000
Réserves		29 311 463	25 189 963	20 397 852
Titres en auto-contrôle		-2 296 211	-2 178 954	-2 178 954
Résultat de l'exercice		2 819 107	4 259 785	4 774 834
Participations ne donnant pas le contrôle		-133 299	76 371	22 437
Capitaux propres		31 071 060	28 717 165	24 386 169
Emprunts & dettes financières diverses à long terme	18	7 592 356	11 756 378	11 585 802
Passifs d'impôts non-courants	9	1 977 412	1 085 866	864 698
Provisions à long terme	19	723 495	638 542	728 976
Autres passifs non courants				
Passifs non courants		10 293 263	13 480 786	13 179 476
Fournisseurs et comptes rattachés	20	3 878 552	11 814 266	9 734 053

réduction de
-7,9 M EUR des
dettes fournisseurs



4.1 - Des retraitements pour une lecture économique réaliste

$$\begin{aligned} \text{Dettes nettes financières au 30/09/2016} &= \text{dettes financières} - \text{trésorerie} \\ &= 19,54 - 4,88 \\ &= 14,66 \text{ M EUR (A)} \end{aligned}$$

On peut raisonnablement ajouter **6,0 M EUR** à la trésorerie (75% des 7,9 M EUR payés en avance aux fournisseurs) et retenir ainsi une dette nette normalisée (B) :

$$(B) = \text{dette nette (A)} - 6,0 \text{ M EUR}$$

$$(B) = 14,66 - 6,0 = \mathbf{8,66 \text{ M EUR}}$$

> **Dettes financières nettes normalisées = 8,66 M EUR**



4.1 - Des retraitements pour une lecture économique réaliste

- Des prévisions « pessimistes » (CA attendu en baisse de -5% à -12%⁽³⁾) et pourtant, la rentabilité devrait durablement s'améliorer, sous l'effet :

1. De charges non récurrentes d'un montant de 4,4 M EUR

Qui ne se répéteront pas : sorties de sociétés du périmètre (Graines Voltz Egypte, Brard Graines, Bigler et Hormalys), provisions liées à l'activité en Egypte et provisions fiscales ;

2. D'un désendettement important en cours

Le potentiel produit de [la cession de Les Gazons de France](#) + [la génération de trésorerie](#) qui vont permettre de réduire fortement la dette et donc les frais financiers qui s'élèvent à -0,5 M EUR sur le dernier exercice ;

3. De la cession de sa participation de 50% de *Les Gazons de France*⁽⁴⁾

Avec un impact positif direct sur les résultats futurs car l'entité était en perte : -148 k EUR sur le dernier exercice pour la quote-part de 50% détenue.

(3) Source : [communiqué Résultats 2016](#)

(4) Source : [communiqué cession Les Gazons de France](#) du 12 avril 2017



4 - Éléments de valorisation

4.2 - Une valorisation au rabais : EV / EBITDA et actif net

1 - Qui sommes nous ?

2 - Objet de notre démarche

3 - Présentation de la société

4 - Éléments de valorisation

4.1 - Des retraitements pour une lecture économique réaliste

4.2 - Une valorisation au rabais : VE / EBITDA et actif net

5 - Comparables boursiers

5.1 - Présentation des sociétés

5.2 - Comparaisons

6 - Conclusion : juste prix en cas d'offre



4.2 - Une valorisation au rabais : VE / EBITDA et actif net

□ VE / EBITDA :

Le ratio VE / EBITDA est intéressant pour les comparaisons car il inclut la dette financière. Et l'EBITDA*, par définition avant Provisions et Amortissements, est un bon indicateur de la capacité bénéficiaire de l'entreprise et notamment sa capacité à générer de la trésorerie.

VE : Valeur d'Entreprise = Capitalisation boursière + Dette Nette

Pour une action à un cours de **22,71 EUR**, la VE est de (en M EUR) :

VE = **cours de bourse** x **nbre actions** (en millions) + **dette nette financière normalisée (B)**

$$VE = 22,71 \times 1,37 + 8,66$$

$$VE = 39,77 \text{ M EUR}$$

EBITDA (30/09/2016) = **Résultat opérationnel courant** + **Dotations aux provisions** + **Amortissements**

$$EBITDA (30/09/2016) = 6,22 + 4,24 + 1,80$$

$$EBITDA (30/09/2016) = 12,26 \text{ M EUR}$$

$$> VE / EBITDA = \underline{\underline{3,24 \text{ x}}}$$

*Abréviation de "Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization",
ou en français : Résultat avant frais financiers, impôts, dépréciations et amortissements (équivalent à l'EBE)



4.2 - Une valorisation au rabais : VE / EBITDA et actif net

☐ Actif net / cours :

L'actif net est la valeur minimale qui peut être retenue par l'AMF en cas d'OPRO*. Cette hypothèse semble peu probable pour une société qui a toujours généré des bénéfices importants.

Capitaux propres (30/09/2016) = 31,07 M EUR

Nombre d'actions constituant le capital : 1 370 000 actions

> **Actif net par action = 22,68 EUR**

Prix de l'action au 22 mai 2017 : 22,71 EUR

> **Actif net / cours = 1,00 x**



5 - Comparables boursiers

5.1 - Présentation des sociétés

- 1 - Qui sommes nous ?
- 2 - Objet de notre démarche
- 3 - Présentation de la société
- 4 - Eléments de valorisation
 - 4.1 - Des retraitements pour une lecture économique réaliste
 - 4.2 - Une valorisation au rabais : EV / EBITDA et actif net

5 - Comparables boursiers

5.1 - Présentation des sociétés

5.2 - Comparaisons

6 - Conclusion : juste prix en cas d'offre



5.1 - Présentation des sociétés

Nous avons identifié **4 sociétés cotées** du secteur de la semence (distributeur et obtenteur de semences) qui peuvent être utilisées à des fins de comparaisons :

S&W Seed Company : semencier 100% - USA (Nasdaq)

Vilmorin : semencier 100% - France (Paris, Euronext Paris - compartiment A)

Syngenta : semencier = 20% du CA – Suisse (OPA en cours)

Monsanto : semencier = 75% du CA - USA (NYSE)

A noter : par conservatisme, nous avons systématiquement éliminé le comparable le plus élevé (ratio barré)



5 - Comparables boursiers

5.2 - Comparaisons

- 1 - Qui sommes nous ?
- 2 - Objet de notre démarche
- 3 - Présentation de la société
- 4 - Eléments de valorisation
 - 4.1 - Des retraitements pour une lecture économique réaliste
 - 4.2 - Une valorisation au rabais : VE / EBITDA et actif net

5 - Comparables boursiers

- 5.1 - Présentation des sociétés

5.2 - Comparaisons

- 6 - Conclusion : juste prix en cas d'offre

5 - Comparables boursiers



5.2 - Comparaisons

☐ VE / EBITDA :

Sociétés	S&W Seed Company	Vilmorin	Syngenta (ADR)	Monsanto	moyenne	Graines Voltz
cours du 22/05/17	4,10	71,79	92,78	116,10	des 3 valeurs les plus basses	22,71
Nombre d'actions	14,94	20,83	461,39	447,10		1,37
Capitalisation boursière (A)	61,2	1 495,7	42 807,8	51 908,3		31,1
Dette financière (B)	37,2	948,8	3 621,0	9 040,0		19,5
Trésorerie (C)	6,9	206,5	1 284,0	1 736,0		10,9
Dette nette (D) = (B) - (C)	30,3	742,3	2337,0	7304,0		8,7
Valeur d'entreprise (E) = (A) + (D)	91,5	2 238,0	45 144,8	59 212,3		39,8
EBITDA (F)	22,3	271,1	2 309,0	3 102,0	12,3	
VE / EBITDA = (E) / (F)	4,1 x	8,26 x	19,55 x	19,09 x	10,48 x	3,24 x

Toutes les données sont issues des derniers rapports annuels publiés et sont en Millions.

5 - Comparables boursiers



5.2 - Comparaisons

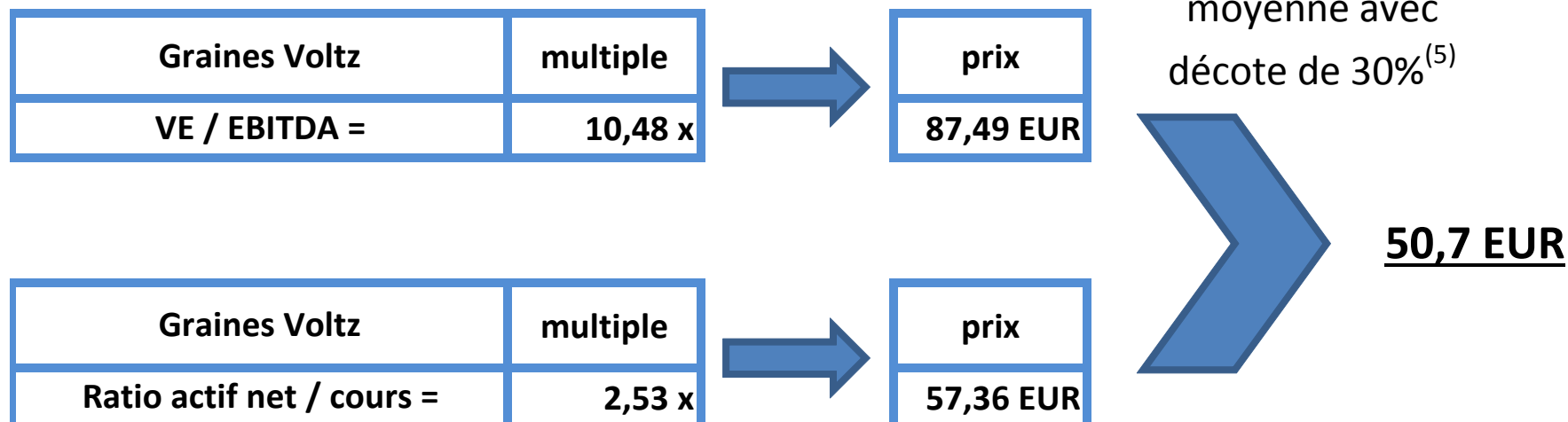
☐ Actif net / cours :

Sociétés	S&W Seed Company	Vilmorin	Syngenta (ADR)	Monsanto	moyenne	Graines Voltz
Capitaux propres	67,8	1 151,6	7 950,0	4 534,0	des 3 valeurs les plus basses	31,1
Actif net / action	4,54	55,28	17,23	10,14		22,68
Ratio actif net / cours	0,9 x	1,3 x	5,38 x	11,45 x	2,53 x	1 x

Toutes les données sont issues des derniers rapports annuels publiés et sont en Millions.

5.2 - Comparaisons

En calculant les ratios moyens des comparables cotés (en excluant la valeur la plus élevée), nous obtenons une valorisation par action Graines Voltz de :



> une décote de 30% ajoutée sur la moyenne des deux prix cibles obtenus fait ressortir un juste-prix ressort à **50,70 EUR** par action Graines Voltz

(5) Nous avons décidé d'appliquer une décote de 30% du fait de la moindre internationalisation des activités de Graines Voltz qui réalise 75% de ses activités en France.



6 - Conclusion : juste prix en cas d'offre

- 1 - Qui sommes nous ?
- 2 - Objet de notre démarche
- 3 - Présentation de la société
- 4 - Eléments de valorisation
 - 4.1 - Des retraitements pour une lecture économique réaliste
 - 4.2 - Une valorisation au rabais : VE / EBITDA et actif net
- 5 - Comparables boursiers
 - 5.1 - Présentation des sociétés
 - 5.2 - Comparaisons
- 6 - Conclusion : juste prix en cas d'offre**

6 - Conclusion : juste prix en cas d'offre



Considérant tous les éléments précédents, les actionnaires représentés apporteront leurs titres à une offre uniquement si elle est supérieure à :

- ❑ **35 EUR par action avant juin 2017** qui correspond à la date de publication des résultats semestriels arrêtés au 31/03/2017;
- ❑ **40 EUR par action après juin 2017 et avant janvier 2018** qui correspond à la date de publication des résultats annuels arrêtés au 30/09/2017.

Le temps joue en faveur des actionnaires minoritaires puisque les capitaux propres vont fortement augmenter du fait de l'incorporation de bénéfices annuels, attendus en vitesse de croisière à plus de 5,0 M EUR annuels (hors éléments exceptionnels et avant distribution d'un dividende).

➔ Au-delà de janvier 2018, nous reverrons cette juste valeur plus en rapport avec les comparables, soit un prix plus proche de **50,70 EUR par action**



Des questions ?

-

**Vous souhaitez intégrer notre regroupement
d'actionnaires ?**

Contactez nous par email :

contact@asteroid-gestion.com

ou via le formulaire de contact :

<https://minoritairesgrainesvoltz.wordpress.com/contact/>