

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR



**EN REPOSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES
ACTIONS DE LA SOCIETE VILMORIN & CIE INITIEE PAR**

LIMAGRAIN PARTICIPATIONS

**AGISSANT DE CONCERT AVEC LES SOCIETES LIMAGRAIN, GROUPE LIMAGRAIN HOLDING ET
SELIA**



Le présent projet de note en réponse a été établi et déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») le 26 mai 2023 conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Vilmorin & Cie (www.vilmorincie.com/fr) et peut être obtenu sans frais auprès de :

Vilmorin & Cie
4, quai de la Mégisserie
75001 Paris

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Vilmorin & Cie feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique selon les mêmes modalités. Un communiqué sera publié, conformément aux dispositions de l'article 223-1 du règlement général de l'AMF, afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

	Page
1	CONTEXTE ET CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE 4
1.1	Présentation de l'Offre 4
1.2	Contexte et motifs de l'Offre 5
1.3	Principales caractéristiques de l'Offre 7
1.4	Procédure d'apport à l'Offre..... 8
1.5	Modalités de l'Offre 10
1.6	Calendrier indicatif de l'Offre..... 10
1.7	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger 12
2	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE VILMORIN..... 14
2.1	Rappel des décisions préalables du conseil d'administration relatives à l'Offre 14
2.2	Avis motivé du conseil d'administration..... 14
3	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE VILMORIN..... 20
4	INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES 21
5	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE 21
6	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE 21
6.1	Structure du capital social..... 21
6.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce..... 21
6.3	Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce 22
6.4	Liste des détenteurs d'Actions comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci..... 22
6.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier 22
6.6	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote 22
6.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de Vilmorin..... 23
6.8	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions 24

6.9	Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de Vilmorin.....	26
6.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse.. ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.. ..	26
7	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	26
8	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNEES A L'ARTICLE 231-28 DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF	26
9	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE.....	26

1 CONTEXTE ET CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1, 1° et suivants et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, Limagrain Participations, une société par actions simplifiée, au capital de 1.000 euros, dont le siège social est sis Biopôle Clermont-Limagne, Rue Henri Mondor, 63360 Saint-Beauzire, France, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro d'identification 951 599 158 R.C.S Clermont-Ferrand (« **Limagrain Participations** » ou l'« **Initiateur** »), s'est irrévocablement engagée à offrir aux actionnaires de la société Vilmorin & Cie, société anonyme ayant un capital social de 349.488.703 euros, divisé en 22.917.292 actions d'une valeur nominale de 15,25 euros, dont le siège social est situé 4 Quai de la Megisserie, 75001 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro unique d'identification 377 913 728 R.C.S Paris (« **Vilmorin** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises à la négociation sur le marché réglementé Euronext Paris – Compartiment A sous le code ISIN FR0000052516 et le mnémonique RIN (les « **Actions** »), d'acquérir la totalité de leurs Actions au prix unitaire de 62,60 euros (l'« **Offre** »).

L'Initiateur est intégralement détenu par la société Coopérative Agricole Limagrain, société coopérative agricole à capital variable, dont le siège social est situé rue Henri Mondor, 63360 Saint-Beauzire, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro d'identification 775 633 357 R.C.S Clermont-Ferrand (« **Limagrain** »). A la date du dépôt de l'Offre, Limagrain détenait, directement ou indirectement par l'intermédiaire de sociétés qu'elle contrôle, à savoir (i) l'Initiateur, (ii) Sélia, société anonyme à conseil d'administration au capital de 38.388.431,66 euros, dont le siège social est situé rue Henri Mondor, 63360 Saint-Beauzire, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro d'identification 301 861 886 R.C.S Clermont-Ferrand (« **Sélia** »), et (iii) Groupe Limagrain Holding, société anonyme à conseil d'administration au capital de 125.619.602,75 euros, dont le siège social est situé rue Henri Mondor, 63360 Saint-Beauzire, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro d'identification 322 791 039 R.C.S Clermont-Ferrand (« **GLH** »), 16.321.511 Actions, représentant environ 71,22 % du capital social et 82,61 % des droits de vote théoriques de la Société. L'Initiateur, Limagrain, Sélia et GLH sont ci-après dénommés collectivement les « **Actionnaires de Contrôle** », et sont réputés agir de concert dans le cadre de l'Offre¹.

Compte tenu des acquisitions effectuées par l'Initiateur depuis le dépôt de l'Offre conformément à l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF, les Actionnaires de Contrôle détiennent, à la date du présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** »), un total de 17 577 556 Actions, représentant environ 76,70 % du capital social et 85,84 % des droits de vote théoriques de la Société².

¹ Il est rappelé que les Actionnaires de Contrôle agissent de concert avec Bpifrance Participations aux termes d'un pacte d'actionnaires, tel qu'amendé en dernier lieu en date du 14 octobre 2020 (voir D&I 220C4926 du 10 novembre 2020). L'Offre n'est pas déposée par Bpifrance Participations et vise les Actions détenues par Bpifrance Participations.

² Sur la base d'un capital social composé de 22.917.292 Actions et 38.653.711 droits de vote théoriques (*i.e.*, droits de vote calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF) au 30 avril 2023 tel que communiqué par la Société sur son site Internet le 12 mai 2023.

L'Offre vise la totalité des Actions émises et non détenues, directement ou indirectement, par les Actionnaires de Contrôle, soit un nombre de 5 347 054 Actions.

En application de l'article 233-1, 2° du règlement général de l'AMF, l'Offre prend la forme d'une offre publique d'achat simplifiée.

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée, pour le compte de l'Initiateur agissant de concert avec les autres Actionnaires de Contrôle, par Crédit Agricole Corporate Investment Bank (« **CACIB** »), Crédit Industriel et Commercial (« **CIC** »), Lazard Frères Banque et Société Générale (ensemble les « **Etablissements Présentateurs** »). Seuls CACIB et Société Générale (les « **Etablissements Garants** ») garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, dans le cas où, à l'issue de l'Offre, le nombre d'Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires (autres que les actions auto-détenues) ne représenterait pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire par le transfert des Actions qui ne lui appartiennent pas et qui n'auraient pas été présentées à l'Offre (le « **Retrait Obligatoire** »).

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

1.2.1 Contexte de l'Offre

L'Initiateur est une société par actions simplifiée, au capital de 1.000 euros, dont le siège social est sis Biopôle Clermont-Limagne, Rue Henri Mondor, 63360 Saint-Beauzire, France, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro d'identification 951 599 158 R.C.S Clermont-Ferrand.

Le capital social de l'Initiateur est intégralement détenu par Limagrain.

1.2.2 Répartition du capital social et des droits de vote de la Société

À la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 349.488.703 euros, divisé en 22.917.292 Actions d'une valeur nominale de 15,25 euros chacune.

Les 22.917.292 Actions ordinaires confèrent 38.653.711 droits de vote théoriques au jour du dépôt du Projet d'Offre le 28 avril 2023.

À la connaissance de la Société, selon les dernières informations disponibles à la date du dépôt du Projet de Note en Réponse, le capital et les droits de vote de la Société se répartissent comme suit :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques ³
Limagrain	1 605 725	7,01%	2 982 325	7,72%
Groupe Limagrain Holding	13 450 186	58,69%	26 900 372	69,59%
Sélia	1 265 600	5,52%	2 041 185	5,28%
Limagrain Participations	1 256 045	5,48%	1 256 045	3,25%
Actionnaires de Contrôle	17 577 556	76,70%	33 179 927	85,84%
Bpifrance Participations	1 308 904	5,71%	1 308 904	3,39%
Total Concert	18 886 460	82,41%	34 488 831	89,23%
Public	4 023 514	17,56%	4 157 562	10,76%
Autocontrôle	7 318	0,03 %	7 318	0,02 %
Total	22 917 292	100,00%	38 643 711	100,00%

1.2.3 Acquisition d'Actions pendant les 12 mois précédents

Au cours des 12 mois précédant le dépôt de l'Offre, Limagrain a procédé à l'acquisition de 182 644 Actions sur le marché, à un prix n'excédant pas le Prix de l'Offre.

Il est précisé qu'aucun autre Actionnaire de Contrôle, ni Bpifrance Participations, n'ont acquis d'Actions pendant les 12 mois précédant le dépôt de l'Offre.

Il est en outre précisé que, depuis le dépôt de l'Offre, l'Initiateur procède à des acquisitions sur le marché au prix de l'Offre, conformément à l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF (1 256 045 Actions acquises entre le dépôt de l'Offre et le 25 mai 2023 inclus).

1.2.4 Rapport de l'expert indépendant

En application de l'article 261-1, I et II du règlement général de l'AMF, le 17 avril 2023, le conseil d'administration de la Société a désigné à l'unanimité⁴, sur proposition du comité *ad hoc*, le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Jean-Marc Bricet (Associés), en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et d'un éventuel retrait obligatoire et présenter ses conclusions sous la forme d'une attestation d'équité.

L'Expert Indépendant a rendu son rapport le 25 mai 2023.

Le 26 mai 2023, au vu du rapport de l'Expert Indépendant, le conseil d'administration de la Société a considéré que l'Offre était dans l'intérêt de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires et a émis un avis motivé en ce sens, recommandant aux actionnaires de la Société d'apporter leurs Actions à l'Offre.

³ Sur la base d'un capital social composé de 22.917.292 Actions et 38.653.711 droits de vote théoriques (*i.e.*, droits de vote calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF) au 30 avril 2023 tel que communiqué par la Société sur son site Internet le 12 mai 2023.

⁴ Les administrateurs liés à l'Initiateur ayant pris part au vote pour des raisons de quorum mais s'étant engagés à voter dans le même sens que la majorité des autres administrateurs afin de ne pas influencer sur le résultat du vote.

Le rapport de l'Expert Indépendant ainsi que l'avis motivé du conseil d'administration de la Société sont présentés en intégralité aux sections 2 et 7 du présent Projet de Note en Réponse.

1.2.5 Motifs de l'Offre

L'Offre est lancée de manière volontaire par l'Initiateur, filiale de Limagrain, actionnaire majoritaire historique de Vilmorin & Cie, dans l'objectif d'acquérir le solde des Actions non-encore détenues par les Actionnaires de Contrôle et de retirer la Société de la cote. Dans l'hypothèse où le nombre d'Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires (autres que les actions auto-détenues) ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a en effet l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire telle que décrite à la section 1.3.3 du Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note d'Information indique que l'Offre vise à renforcer l'indépendance de Vilmorin & Cie afin de poursuivre son développement. Le métier de semencier, avec ses cycles de sélection, s'inscrit dans un temps long qui ne correspond pas nécessairement au rythme des marchés boursiers : dans un marché très concurrentiel et un environnement macro-économique incertain, le développement de Vilmorin & Cie exige des investissements significatifs qui seront plus aisément menés à bien en tant que société non cotée.

Le Projet de Note d'Information indique par ailleurs que, compte tenu de la structure actuelle de l'actionariat de Vilmorin & Cie et du faible volume d'échanges, la cotation présente peu d'utilité pour la Société qui n'a pas fait appel au marché depuis 2010.

1.3 Principales caractéristiques de l'Offre

1.3.1 Principaux termes de l'Offre

En application des articles 231-13 et 231-18 du règlement général de l'AMF, les Etablissements Présentateurs, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé auprès de l'AMF, le 28 avril 2023, le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information.

Les Etablissements Présentateurs garantissent, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Dans le cadre de l'Offre, laquelle sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les actions qui seront apportées à l'Offre, au Prix de l'Offre, pendant une période de dix-sept (17) jours de négociation. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, elle ne pourra pas être ré-ouverte à la suite de la publication de son résultat définitif en application de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF.

En cas de Retrait Obligatoire, les Actions (à l'exception des actions auto-détenues par la Société) qui n'auraient pas été présentées à l'Offre seront transférées au profit de

l'Initiateur moyennant une indemnisation de leurs détenteurs égale au Prix de l'Offre par Action de la Société, nette de tous frais.

1.3.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la connaissance de la Société, les Actionnaires de Contrôle détiennent, à la date du dépôt du Projet de Note en Réponse, 17 577 556 Actions représentant 76,70 % du capital et 85,84 % des droits de vote théoriques de la Société⁵.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions de la Société émises à cette date, à l'exclusion des Actions déjà détenues par les Actionnaires de Contrôle, soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre total maximum de 5 347 054 Actions, représentant environ 23,33 % du capital et 13,83 % des droits de vote de la Société.

À la date du dépôt du Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun titre de capital ou instrument financier donnant ou pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société. Il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription ou d'achat d'actions, ni aucun plan d'attribution gratuite d'actions en cours au sein de la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

1.3.3 Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre

Dans le cas où les Actions détenues par les actionnaires minoritaires de la Société ne représenteraient pas plus de 10 % du capital social et des droits de vote de la Société, en application des articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire visant les Actions non présentées à l'Offre autres que les actions auto-détenues moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre par Action de la Société, nette de tous frais.

1.4 Procédure d'apport à l'Offre

En application des dispositions des articles 233-2 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Offre sera ouverte pendant une période de dix-sept (17) jours de négociation pendant laquelle les actionnaires de la Société pourront apporter leurs Actions à l'Offre. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, elle ne sera pas réouverte à la suite de la publication du résultat de l'Offre.

Les Actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit au transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute Action qui ne répondrait pas à cette condition.

⁵ Sur la base d'un capital social composé de 22.917.292 Actions et 38.653.711 droits de vote théoriques (*i.e.*, droits de vote calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF) au 30 avril 2023 tel que communiqué par la Société sur son site Internet le 12 mai 2023.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente irrévocable, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, jusqu'à la date limite qui leur sera indiquée par ledit intermédiaire, en précisant s'ils optent soit pour la cession de leurs Actions directement sur le marché, soit pour l'apport de leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris afin de bénéficier de la prise en charge des frais de courtage par l'Initiateur dans les conditions décrites à la section 1.4.1 et à la section 1.4.2 du Projet de Note d'Information. Les détenteurs d'Actions sont invités à se rapprocher de leurs intermédiaires financiers pour vérifier les modalités applicables.

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs actions à l'Offre devront passer un ordre de vente irrévocable au Prix de l'Offre au plus tard le dernier jour de l'Offre (sous réserve des délais spécifiques à certains intermédiaires financiers) :

- auprès de leur intermédiaire financier – teneur de compte pour les actionnaires détenant leurs actions sous la forme au porteur ou au nominatif administré ;
- auprès de Uptevia - 89-91, rue Gabriel Péri, 92120 Montrouge, assurant la gestion du service titres et du registre nominatif de la Société, pour les actionnaires détenant leurs actions sous la forme au nominatif pur.

En pratique, les actionnaires pourront céder leurs Actions sur le marché, ou via la procédure semi-centralisée mise en place par Euronext, comme indiqué ci-dessous.

Il est précisé qu'aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers par l'intermédiaire desquels les actionnaires de la Société apporteraient à l'Offre.

Le transfert de propriété des Actions apportées à l'Offre et l'ensemble des droits qui y sont attachés, en ce compris le droit aux dividendes, interviendra à la date d'inscription des Actions en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier.

L'ensemble des ordres présentés à l'Offre dans le cadre de la procédure semi-centralisée seront centralisés par Euronext Paris. Chaque intermédiaire devra, à la date indiquée dans l'avis Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les Actions pour lesquelles ils ont reçu un ordre d'apport dans le cadre de la procédure semi-centralisée.

Après réception par Euronext Paris de tous les ordres de présentation à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris centralisera l'ensemble de ces ordres, déterminera les résultats de l'Offre semi-centralisée et les communiquera à l'AMF.

L'AMF publiera ensuite le résultat de l'Offre intégrant (i) les résultats des apports d'Actions à l'Offre dans le cadre de la procédure d'achats sur le marché et (ii) les résultats des apports d'Actions à l'Offre dans le cadre de la procédure semi-centralisée.

Il est rappelé, en tant que de besoin, que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre semi-centralisée ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison de la semi-centralisation.

La contrepartie en numéraire qui devra être versée par l'Initiateur, conformément aux termes de l'Offre semi-centralisée, aux actionnaires de la Société ayant apporté leurs Actions à l'Offre semi-centralisée, sera transférée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers via Euronext Paris.

1.5 Modalités de l'Offre

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, les Etablissements Présentateurs, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 28 avril 2023. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le Projet de Note d'Information a été mis en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (www.limagrain.com) et peut être obtenu sans frais au siège social de l'Initiateur ou auprès des Etablissements Présentateurs.

Conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF, la Société a déposé auprès de l'AMF le 26 mai 2023 un Projet de Note en Réponse comprenant notamment le rapport de l'Expert Indépendant désigné en application de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF ainsi que l'avis motivé de son conseil d'administration sur l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

L'Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site internet une décision de conformité relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa de la note d'information et de la note en réponse.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, la note en réponse ayant reçu visa de l'AMF, ainsi que le document « autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables » de la Société seront disponibles sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi que sur celui de la Société (www.vilmorincie.com/fr) et seront mis à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents pourront également être obtenus sans frais au siège social de la Société.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

1.6 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et le calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

Un calendrier est proposé ci-dessous, à titre purement indicatif.

Dates	Principales étapes de l'Offre
Vendredi 28 avril 2023	<ul style="list-style-type: none"> - Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF - Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et à l'adresse des Etablissements Présentateurs, et mise en ligne du Projet de Note d'Information de l'Initiateur sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.limagrain.com) et de la Société (www.vilmorincie.com/fr) - Diffusion d'un communiqué de l'Initiateur informant du dépôt du projet d'Offre ainsi que de la mise à disposition du Projet de Note d'Information
Vendredi 26 mai 2023	<ul style="list-style-type: none"> - Dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note en Réponse de la Société, comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société et le rapport de l'Expert Indépendant - Mise à disposition du public du Projet de Note en Réponse de la Société au siège de la Société. - Mise en ligne du Projet de Note en Réponse de la Société sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.limagrain.com) et de la Société (www.vilmorincie.com/fr) - Diffusion d'un communiqué de la Société informant du dépôt et de la mise à disposition du Projet de Note en Réponse de la Société
Mardi 20 juin 2023	<ul style="list-style-type: none"> - Décision de conformité de l'Offre par l'AMF emportant vis a de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société - Mise à disposition du public et mise en ligne de la note d'information visée de l'Initiateur sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.limagrain.com) et de la Société (www.vilmorincie.com/fr) - Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la note d'information visée - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne de la note en réponse visée de la Société sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.limagrain.com) et de la Société (www.vilmorincie.com/fr) - Diffusion par la Société d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition du Projet de Note en Réponse visé

Mercredi 21 juin 2023	<ul style="list-style-type: none"> - Dépôt auprès de l'AMF des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur - Mise à disposition du public et mise en ligne des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.limagrain.com) et de la Société (www.vilmorincie.com/fr) - Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur - Dépôt auprès de l'AMF des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (www.limagrain.com) et de la Société (www.vilmorincie.com/fr) - Diffusion par la Société d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société
Jeudi 22 juin 2023	Ouverture de l'Offre pour une période de 17 jours de négociation
Vendredi 14 juillet 2023	Clôture de l'Offre
Mardi 18 juillet 2023	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre
Jeudi 20 juillet 2023	Règlement-livraison de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris
Fin juillet - mi août 2023	Le cas échéant, mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des Actions d'Euronext Paris, si les conditions sont réunies

1.7 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement à tous les détenteurs d'Actions en France.

Aucun document relatif à l'Offre n'est destiné à être diffusé dans des pays autres que la France. L'Offre n'est pas ouverte et n'a pas été soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

La diffusion du Projet de Note d'Information, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des Actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions. En conséquence, les personnes venant à entrer en possession du Projet de Note d'Information ou de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains pays. En cas de doute, ces personnes sont invitées à se rapprocher de leur conseil juridique au sujet de la manière dont ces règles sont susceptibles de s'appliquer à elles.

Le Projet de Note d'Information et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un envers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit financier local. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis, sans qu'aucune formalité ou publicité ne soit requise de la part de l'Initiateur.

L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne située hors de France des restrictions légales ou réglementaires étrangères qui lui sont applicables.

États-Unis d'Amérique

Aucun document relatif à l'Offre, y compris le Projet de Note d'Information ou le Projet de Note en Réponse, ne constitue une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes résidant aux États-Unis ou « *US persons* » (au sens du Règlement S (*Regulation S*) pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du Projet de Note d'Information ou du Projet de Note en Réponse, et aucun autre document relatif à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux États-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun détenteur d'Actions ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « *US Person* », (ii) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie du Projet de Note d'Information ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

Le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse ne constituent ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux États-Unis et n'ont pas été soumis à la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces États et le District de Columbia.

2 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE VILMORIN

2.1 Rappel des décisions préalables du conseil d'administration relatives à l'Offre

Le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 17 avril 2023 afin de prendre connaissance du projet d'Offre. Au cours de sa réunion du 27 avril 2023, le conseil d'administration a accueilli favorablement, à l'unanimité de ses membres, le projet d'Offre.

Conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation AMF n°2006-15, le conseil d'administration, lors de sa réunion du 17 avril 2023, a au préalable mis en place un comité *ad hoc* chargé de superviser la mission de l'expert indépendant, et composé d'une majorité d'administrateurs indépendants. Au sein de la Société, l'indépendance s'analyse au regard des critères prévus par le code de gouvernement d'entreprise Middlenext, auquel la Société se réfère. Le 17 avril 2023, le conseil d'administration a constaté que la Société comptait deux administrateurs indépendants, à savoir Mme Géraldine Börtlein et Mme Marie-Yvonne Charlemagne. Le conseil d'administration a ainsi décidé que le comité *ad hoc* serait composé des administrateurs indépendants susvisés et de M. Benoist de Saint Lager, représentant de Bpifrance Investissement (étant rappelé que l'Offre n'est pas lancée de concert avec Bpifrance Participations, ni Bpifrance Investissement).

En outre, lors de cette même réunion du 17 avril 2023, sur recommandation du comité *ad hoc*, le conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Jean-Marc Brichet (Associés), en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1 I, notamment 1° et 4° et II du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Les membres du comité *ad hoc* ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'Expert Indépendant, et suivre la réalisation de ses travaux.

2.2 Avis motivé du conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration se sont réunis le 26 mai 2023, sur convocation faite conformément aux statuts et au règlement intérieur du conseil d'administration de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre leur avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses salariés et ses actionnaires.

Tous les membres du conseil d'administration de la Société étaient présents ou représentés, à savoir :

- M. Sébastien Vidal, président du conseil d'administration ;
- M. Benoist de Saint-Lager, représentant permanent de Bpifrance Investissement, Administrateur ;
- Mme. Séverine Darsonville, Administratrice ;
- Mme Marie-Yvonne Charlemagne, Administratrice ;
- Mme Géraldine Börtlein, Administratrice ;
- M. Eric Greliche, Administrateur ; et

- M. Pierre-Antoine Rigaud, Administrateur.

Un extrait des délibérations de cette réunion, contenant l'avis motivé du conseil d'administration, est reproduit ci-dessous :

*« Le Conseil d'administration de la société Vilmorin & Cie (« **Vilmorin** » ou la « **Société** ») s'est réuni ce jour à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente pour la Société, ses actionnaires et ses salariés le projet d'offre publique d'achat simplifiée initié par la société Limagrain Participations, une société par actions simplifiée, au capital de 1.000 euros, dont le siège social est sis Biopôle Clermont-Limagne, Rue Henri Mondor, 63360 Saint-Beauzire, France, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro d'identification 951 599 158 R.C.S Clermont-Ferrand (« **Limagrain Participations** » ou l'« **Initiateur** »), pour le compte du concert formé avec Limagrain, GLH et Sélia (ensemble les « **Actionnaires de Contrôle** ») visant la totalité des actions Vilmorin non détenues par les Actionnaires de Contrôle, à un prix de 62,60 euros par action (l'« **Offre** »).*

*Le Président rappelle que l'Initiateur est intégralement détenu par la société Coopérative Agricole Limagrain (« **Limagrain** »). A la date du dépôt de l'Offre, les Actionnaires de Contrôle détenaient 16 321 511 actions, représentant environ 71,22 % du capital social et 82,61 % des droits de vote théoriques de la Société⁶. Au 25 mai 2023, compte tenu des achats effectués sur le marché par l'Initiateur depuis le dépôt de l'Offre dans les limites imposées par la réglementation, les Actionnaires de Contrôle détiennent 17 577 556 actions, représentant 76,60 % du capital social et 85,84 % des droits de vote théoriques de la Société⁷.*

Les membres du conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants :

- *le projet de note d'information de l'Initiateur déposé le 28 avril 2023 auprès de l'AMF, contenant notamment, le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Crédit Agricole Corporate Investment Bank, Crédit Industriel et Commercial, Lazard Frères Banque et Société Générale en qualité d'établissements présentateurs ;*
- *le rapport contenant l'attestation de l'expert indépendant, qui conclut au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix offert de 62,60 euros par action de la Société, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire ; et*
- *le projet de note d'information en réponse de la Société.*

⁶ Il est précisé que ces pourcentages sont calculés au 31 mars 2023 sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 22.917.292 et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 38.646.350 conformément à l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

⁷ Sur la base d'un capital social composé de 22.917.292 Actions et 38.653.711 droits de vote théoriques (i.e., droits de vote calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF) au 30 avril 2023.

Le Président rappelle les termes de l'Offre, tels que décrits dans le projet de note d'information de l'Initiateur. Le Président rappelle également que le conseil d'administration a accueilli favorablement le principe de l'Offre au cours de sa réunion du 28 avril 2023.

Il est rappelé que les administrateurs autres que les membres du Comité Ad Hoc, compte tenu du conflit d'intérêt potentiel dans lequel ils se trouvent du fait de leur lien avec le groupe Limagrain, s'abstiendront de prendre position sur tous les sujets relatifs à l'Offre et s'engagent à voter sur ces sujets dans le même sens que la majorité des membres du Comité Ad Hoc, conformément à la décision prise en ce sens lors de la réunion du conseil du 17 avril 2023.

1. Constitution du Comité Ad hoc

*Le Président rappelle, que, conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation AMF n°2006-08 et 2006-15, lors de sa réunion du 17 avril 2023, le conseil d'administration a mis en place un comité ad hoc composé des deux membres indépendants du conseil – à savoir Mesdames Marie-Yvonne Charlemagne et Géraldine Börtlein – et de Monsieur Benoist de Saint Lager, représentant de Bpifrance Investissement (le « **Comité Ad Hoc** »), chargé de recommander un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'offre publique en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de superviser les travaux de l'expert indépendant, d'examiner les termes et conditions du projet d'Offre, de suivre le déroulement de l'opération, et enfin d'émettre une recommandation d'avis motivé sur le projet d'Offre au conseil d'administration.*

2. Travaux du Comité Ad Hoc

i. Désignation de l'expert indépendant

Une fois informés de l'intention de l'Initiateur de déposer l'Offre, les membres du Comité Ad Hoc ont étudié les profils de plusieurs experts susceptibles d'être désignés en qualité d'expert indépendant, et ont pu s'entretenir avec deux d'entre eux, en tenant compte notamment (i) de l'absence de lien présent ou passé avec la Société ou l'Initiateur, (ii) de l'expérience récente des experts envisagés dans le cadre d'opérations similaires et dans le secteur d'activité de la Société, (iii) de leur proposition financière, et (iv) plus généralement de la réputation professionnelle et des moyens humains et matériels de ces experts.

Les membres du Comité Ad Hoc, après en avoir délibéré, ont décidé, lors de leur réunion du 13 avril 2023, de proposer au conseil d'administration la désignation du cabinet le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Jean-Marc Brichet (Associés), en qualité d'expert indépendant.

Lors de sa réunion du 17 avril 2023, le conseil d'administration de la Société a en conséquence désigné, sur proposition du Comité Ad Hoc, le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Jean-Marc Brichet (Associés), en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1 I, 2° et II du Règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Le cabinet Finexsi, par l'intermédiaire de Messieurs Olivier Peronnet et Jean-Marc Brichet, a fait savoir qu'il acceptait cette nomination en qualité d'expert indépendant et a confirmé ne pas être en situation de conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité nécessaire pour réaliser sa mission dans la période considérée.

ii. Travaux du Comité Ad Hoc et suivi des travaux de l'expert indépendant

Le Président indique que les membres du Comité Ad Hoc ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant et suivre la réalisation de ses travaux. Les membres du Comité Ad Hoc ont été assistés dans cette tâche par le cabinet Willkie Farr & Gallagher LLP, conseil juridique de la Société :

- le 9 mai 2023, le Comité Ad Hoc a échangé avec Lazard Frères Banque afin que lui soit présenté les conclusions du rapport d'évaluation de la Société et les hypothèses sur lesquels le prix d'Offre a été établi ;*
- le 10 mai 2023, le Comité Ad Hoc s'est réuni en présence du cabinet Finexsi, pour un point d'étape concernant l'avancée des travaux de collecte de documents auprès de l'Initiateur et de la Société lui permettant de mener ses travaux. L'expert indépendant a présenté ses travaux préliminaires sur l'évaluation de la Société et notamment l'analyse des méthodologies de valorisation, ainsi que la synthèse de la mise en œuvre de ces méthodologies. L'expert indépendant a notamment indiqué avoir demandé à la Société de bénéficier d'une présentation de ses activités et de son plan d'affaires ;*
- le 16 mai 2023, le Comité Ad Hoc s'est réuni pour une session de travail consacrée à la préparation du projet d'avis motivé ;*
- le 22 mai, le cabinet Finexsi a présenté au Comité Ad Hoc l'avancement de ses travaux, les membres du comité ont pu poser leurs questions additionnelles auxquelles il a été répondu par Finexsi. L'expert indépendant et les membres du Comité Ad Hoc ont abordé les réponses à apporter aux questions soulevées par deux actionnaires minoritaires sur le projet d'Offre ;*
- le 25 mai, le Comité Ad Hoc a pris connaissance du projet de rapport de l'expert indépendant et a finalisé sa recommandation au conseil d'administration, ainsi que le texte du projet d'avis motivé.*

Le Comité Ad Hoc s'est assuré que les représentants du cabinet Finexsi avait eu à disposition l'ensemble des informations qu'ils avaient estimé nécessaires pour l'exécution de leur mission et qu'ils avaient été à même de mener leurs travaux dans des conditions satisfaisantes, notamment au regard du temps nécessaire à l'étude de l'Offre. Le Comité Ad Hoc indique ne pas avoir connaissance d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

*Il est précisé que la Société a communiqué à l'Expert Indépendant un certain nombre de documents d'ordre financier ou juridique, notamment le plan d'affaires 2023-2028 préparé par la direction de la Société. Ce plan d'affaires a été présenté au conseil d'administration et approuvé lors de la réunion du 27 avril 2023 (le « **Plan***

d’Affaires »). Ce Plan d’Affaires constitue, à la connaissance du Comité Ad Hoc, les données prévisionnelles les plus pertinentes établies par la Société.

iii. Conclusion du rapport de l’expert indépendant

Le Président invite alors l’expert indépendant, le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Jean-Marc Bricchet (Associés), à présenter les conclusions de ses travaux au conseil d’administration.

L’expert indépendant présente alors une synthèse de ses travaux et rappelle les conclusions de son rapport :

- *« Sur les douze derniers mois avant l’annonce de l’Offre, la liquidité du titre était portée en partie par Limagrain, dont les volumes de transactions représentaient près de 22% des transactions intervenues sur la période comprise entre le 5 mai 2022 et le 17 octobre 2022. Ces transactions ont extériorisé un cours moyen pondéré de 41,6 €, très inférieur au prix d’Offre ;*
- *Depuis l’annonce de l’Offre, plus de 1,5 million de titres de la Société ont été échangés (dont 1,2 million de titres acquis par l’Initiateur au prix de 62,6 € par action correspondant au prix d’Offre), montrant l’intérêt des actionnaires minoritaires pour l’Offre, le cours s’étant ajusté sur le niveau du prix d’Offre.*

Le prix d’Offre fait ressortir, en fonction des critères analysés :

- *Concernant le cours de bourse, une prime de 45,4 % par rapport au cours de clôture avant annonce de l’Offre, et des primes comprises entre 35,1 % et 44,2 % par rapport aux cours moyens pondérés des volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois ;*
- *Concernant l’approche par les flux futurs de trésorerie actualisés qu’[il] considère comme la plus appropriée pour estimer la valeur intrinsèque de l’action de la Société, une prime de +8,1% sur la valeur centrale de 57,9 € par action. Selon cette méthode, la valeur de l’action Vilmorin et Cie est comprise entre 53,1 € et 63,2 €, le prix d’Offre est ainsi légèrement en dessous du haut de fourchette (-1,0 %). Cette méthode a été mise en œuvre à partir du plan d’affaires du management que [l’expert indépendant] estime volontariste sur la base de [ses] discussions avec celui-ci et de ses analyses de sensibilités. Sur ces bases, [l’expert indépendant] considère que le prix d’Offre donne la pleine valeur sans avoir à supporter le risque d’exécution de ce plan d’affaires, que le management considère comme ambitieux ;*
- *Concernant les autres méthodes mises en œuvre et références retenues à titre secondaire, des primes sur les valeurs centrales issues de la méthode des comparables boursiers (+4,3%) et des transactions comparables (+7,6%), et une décote sur la moyenne des objectifs de cours des analystes (-4,8%), dont le niveau de dispersion s’avère être néanmoins important (allant de 52 € à 76 €) ;*

Sur la base de ces éléments d’appréciation, [l’expert indépendant] est d’avis que le prix retenu pour l’Offre de 62,6 € par action est équitable d’un point de vue financier pour

les actionnaires de Vilmorin & Cie. Ce prix d'Offre serait également équitable en cas de mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire. »

Il est rappelé également que l'expert indépendant a également eu connaissance de l'ensemble des communications envoyées par deux actionnaires de la Société au sujet de l'Offre. Les échanges de l'expert indépendant avec ces derniers ainsi que les réponses qu'il a apportées à leurs observations sont reprises dans son rapport.

3. Recommandation du Comité Ad hoc

Les membres du Comité Ad Hoc présentent au conseil d'administration les conclusions de leurs travaux de revue du projet d'Offre :

- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires minoritaires, au plan financier, ils notent que :*
 - *le prix offert de 62,60 euros par action extériorise une prime de 45,4 % par rapport au cours de clôture précédant l'annonce de l'Offre et, respectivement, de 36,5 %, 34,9 % et 37,7 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur les 60, 120, 180 jours de bourse précédant cette date ;*
 - *l'Offre donne l'opportunité aux actionnaires minoritaires d'obtenir une liquidité immédiate, intégrale et organisée sur l'intégralité de leurs titres, à des conditions permettant de valoriser de manière équitable leurs titres ; les actionnaires devant également intégrer le risque de voir la liquidité du marché de l'action de la Société diminuer fortement après l'Offre si le seuil du retrait obligatoire n'est pas atteint ;*
 - *l'expert indépendant a relevé à ce titre que le prix offert de 62,60 euros fait ressortir une prime par rapport à l'ensemble des critères d'évaluation qu'il a retenus et que ce prix est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société qui choisiraient d'apporter leurs actions à l'Offre ainsi que dans le cadre d'une éventuelle procédure de retrait obligatoire ;*
 - *Le Comité Ad Hoc considère par conséquent que l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate, dans des conditions de prix (i) leur restituant la pleine valeur de la Société sans avoir à supporter le risque d'exécution du plan d'affaires notamment dans un contexte de marché incertain et (ii) considérées comme équitables par l'expert indépendant, y compris en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire.*
- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, ils relèvent que :*
 - *l'Offre, si elle est suivie par une radiation des actions de la cote, permettra à Vilmorin & Cie d'échapper aux contraintes inhérentes à la cotation sur un marché réglementé (notamment lourdeur administrative, coûts significatifs). Ces contraintes sont telles qu'elles ne justifient plus le maintien d'une cotation de la Société, dans un contexte où celle-ci ne se finance plus sur les*

marchés depuis plusieurs années et qu'elle n'envisage pas de le faire à l'avenir ;

- *en conséquence, retrouver un statut de société non-cotée permettra à Vilmorin & Cie de gagner en agilité, dans le contexte complexe et rapidement évolutif auquel sont confrontés les grands semenciers.*

- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés, ils relèvent que :*

- *l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société, l'Initiateur indiquant à cet égard que l'Offre « n'aura pas d'incidence sur les effectifs de la Société, la politique salariale et de gestion des ressources humaines. Notamment l'Offre n'entraînera pas restructuration ou de suppression de poste » ;*
- *le comité social et économique de la Société a été informé du projet d'Offre par les représentants du groupe Limagrain le 4 mai 2023 et n'a pas émis d'observation défavorable sur le projet d'Offre.*

Au terme de sa mission, et connaissance prise des travaux de l'expert indépendant et de l'ensemble des éléments ci-dessus, le Comité Ad Hoc, à l'unanimité de ses membres, recommande au conseil d'administration, de conclure que l'Offre et ses conséquences sont dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

4. Conclusion et avis du conseil d'administration

Au vu des objectifs et intentions exprimées par l'Initiateur, du rapport de l'expert indépendant, et des conclusions des travaux du Comité Ad Hoc, le conseil d'administration, après en avoir délibéré et étant précisé que les administrateurs autres que les membres du Comité Ad Hoc ont souhaité exprimer un vote en suivant strictement la position dégagée par les membres du Comité Ad Hoc :

- *considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;*
- *décide, à l'unanimité, d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;*
- *recommande en conséquence aux actionnaires de la Société qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs actions à l'Offre ; et*
- *décide que les 7 318 actions auto-détenues ne seront pas apportées à l'Offre. »*

3 INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE VILMORIN

Les membres du conseil d'administration de la Société ne détiennent pas d'Actions.

4 INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

À la date du Projet de Note en Réponse, la Société détient 7 318 de ses propres Actions et qui ne seront pas apportées à l'Offre.

5 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

La Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue. En particulier, il n'existe pas d'engagements d'apport ou de non-apport à l'Offre.

Il est rappelé à toutes fins utiles que les Actionnaires de Contrôle agissent de concert avec Bpifrance Participations aux termes d'un pacte d'actionnaires, tel qu'amendé en dernier lieu en date du 14 octobre 2020 (voir D&I 220C4926 du 10 novembre 2020) et détaillé en section 6.2.3.

6 ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure du capital social

Le tableau figurant en section 1.2.2 du présent Projet de Note en Réponse présente, à la connaissance de la Société, la répartition du capital social et des droits de vote de la Société préalablement à l'Apport des Actions et postérieurement à l'Apport des Actions.

6.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

6.2.1 Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

Aux termes de l'article 12 des statuts de la Société, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir ou cesse de détenir une fraction de 3 % du capital social ou des droits de vote ou tout multiple de ce pourcentage, est tenue d'en informer la Société dans un délai de 15 jours à compter du franchissement de seuil de participation, par lettre recommandée avec accusé de réception, en précisant le nombre d'actions et de droits de vote détenus.

À défaut d'avoir été déclarées dans ces conditions, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les conditions prévues par la loi, dans la mesure où un ou plusieurs actionnaires détenant 5 % du capital social en font la demande consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale.

6.2.2 Transferts d'Actions

Il n'existe aucune restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions.

6.2.3 Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société (article L. 233-11 du Code de commerce)

Aux termes d'un pacte d'actionnaires conclu le 15 mars 2010 par Bpifrance Participations, Groupe Limagrain Holding et Coopérative Limagrain, amendé aux termes d'un premier avenant en date du 13 décembre 2016 et d'un second avenant en date du 14 octobre 2020 (voir D&I 220C4926 du 10 novembre 2020), Groupe Limagrain Holding dispose d'un droit de premier refus, tant que Bpifrance Participations détiendra au moins 2 % du capital ou des droits de vote de la Société, en cas de cession d'Actions par Bpifrance Participations.

6.3 Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

À la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 1.2.2 du présent Projet de Note en Réponse.

À la date du Projet de Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun autre actionnaire détenant plus de 5 % de son capital ou de ses droits de vote.

6.4 Liste des détenteurs d'Actions comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

L'article 30.2 des statuts de la Société dispose qu'un droit de vote double est attribué à toutes les Actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis quatre ans au moins au nom du même actionnaire.

Cet article précise que ce droit est également conféré, dès leur émission en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou prime d'émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

6.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

6.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

6.6.1 Pacte d'actionnaires

Hormis le pacte d'actionnaires mentionné à la section 6.2.3, il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'autres pactes d'actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

6.6.2 Engagements collectifs de conservation de titres

Deux engagements collectifs de conservation de titres en dates des 15 et 22 octobre 2009, portant sur 2 715 003 actions, représentant 20,3 % des droits financiers et 28,7 % des droits de vote ont été enregistrés (article 885 I bis du Code général des impôts). Ces deux engagements ont été conclus pour une durée initiale de 2 ans renouvelable pour une durée indéterminée par tacite reconduction.

Afin de prendre en compte l'augmentation de capital réalisée le 15 avril 2010, les engagements ont donné lieu à la rédaction de deux avenants en date du 22 octobre 2010 qui ont été dûment enregistrés et portant sur 3 540 003 Actions.

Un nouvel engagement collectif de conservation des titres de la Société, en date du 20 décembre 2016, a été enregistré (article 885 I bis du Code général des impôts) portant sur 7 194 503 Actions et représentant au moins 20 % des droits financiers et droits de vote. Cet engagement a été conclu pour une durée initiale de 2 ans renouvelable pour une durée indéterminée par tacite reconduction.

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de Vilmorin

6.7.1 Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration

a) Composition du conseil d'administration

Aux termes des stipulations de l'article 16 des statuts de la Société, le conseil d'administration est composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus.

Les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués dans les conditions prévues par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur. La durée de leurs fonctions est de trois années et prend fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaires des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé.

La limite d'âge des fonctions d'administrateurs est fixée à 65 ans. Lorsqu'au cours de ses fonctions, un administrateur vient à dépasser cet âge, il est réputé démissionnaire à l'issue de l'assemblée générale ordinaire annuelle tenue suivant son soixante-cinquième anniversaire.

b) Administrateurs personnes morales

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou morales. Dans ce dernier cas, lors de sa nomination, la personne morale est tenue de désigner un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités civiles et pénales que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente. Le représentant permanent d'une personne morale administrateur est soumis aux conditions d'âge qui concernent les administrateurs personnes physiques.

Le mandat du représentant permanent désigné par la personne morale nommée administrateur lui est donné pour la durée du mandat de cette dernière. Il doit être confirmé lors de chaque renouvellement du mandat de la personne morale administrateur.

Si la personne morale révoque le mandat de son représentant permanent, elle est tenue de notifier sans délai à la Société, par lettre recommandée, cette révocation ainsi que l'identité de son nouveau représentant permanent ; il en est de même en cas de décès ou de démission du représentant permanent.

La désignation du représentant permanent ainsi que la cessation de son mandat sont soumises aux mêmes formalités de publicité que s'il était administrateur en son nom propre.

c) Président du conseil d'administration

Le conseil d'administration élit parmi ses membres un président qui doit être une personne physique. Il détermine la durée de ses fonctions, qui ne peut excéder celle de son mandat d'administrateur, et peut le révoquer à tout moment. Le mandat du président est renouvelable sans limitation. Cependant, le président ne peut être âgé de plus de 65 ans. Si le président atteint cette limite d'âge au cours de son mandat, il est réputé démissionnaire d'office à l'issue de l'assemblée générale ordinaire annuelle tenue suivant son soixante-cinquième anniversaire.

6.7.2 Modification des statuts de la Société

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée pour modifier les statuts de la Société, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le quart, et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. À défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date qui ne peut être postérieure de plus de deux mois à celle à laquelle elle avait été convoquée.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

En outre, le siège social peut être transféré en tout autre endroit de la même ville ou d'un département limitrophe, par décision du conseil d'administration, sous réserve de l'approbation de cette décision par la prochaine assemblée générale ordinaire des actionnaires, ou en tout autre endroit en vertu d'une délibération de l'assemblée générale extraordinaire.

6.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

Le conseil d'administration détermine les orientations de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les statuts, le conseil d'administration bénéficie des autorisations et délégations listées ci-dessous.

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation
Délégation de compétence en vue d'émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès immédiatement et/ou à terme à des actions de la Société ou d'une société dont elle possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital ou à des titres de créance tels que notamment des obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions ordinaires nouvelles ou existantes, avec maintien du droit préférentiel de souscription	9 décembre 2022 (16 ^{ème} résolution)	300 000 000 euros	24 mois	Aucune
Délégation de compétence en vue d'émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès immédiatement et/ou à terme à des actions de la Société ou d'une société dont elle possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital ou à des titres de créance tels que notamment des obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions ordinaires nouvelles ou existantes, avec suppression du droit préférentiel de souscription, par offre au public	9 décembre 2022 (17 ^{ème} résolution)	300 000 000 euros	24 mois	Aucune
Délégation de compétence en vue d'émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès immédiatement et/ou à terme au capital de la Société ou d'une société dont elle possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription dans le cadre d'une offre visée au 1 ^o de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier	9 décembre 2022 (18 ^{ème} résolution)	20 % du capital social par an	26 mois	Aucune
Délégation de compétence à donner au conseil d'administration pour augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression de droit préférentiel de souscription au profit des adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise en application des articles L. 3332-18 et suivants du Code du travail	9 décembre 2022 (20 ^{ème} résolution)	10 000 000 euros	24 mois	Aucune
Autorisation à donner au conseil d'administration à l'effet de faire racheter par la Société ses propres actions dans le cadre du dispositif de l'article L. 22-10-62 du Code de commerce	9 décembre 2022 (9 ^{ème} résolution)	2 000 000 d'actions et 80 000 000 d'euros	18 mois	Aucune

6.9 Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de Vilmorin

La Société étant déjà contrôlée par l'Initiateur, le lancement de l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

Il n'existe aucun accord significatif conclu par la Société qui soit modifié ou prenne fin en cas de changement de contrôle de la Société.

6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange

À la connaissance de la Société, aucun accord ne prévoit d'indemnité pour les membres du conseil d'administration ou salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.

7 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1, I, 1° et 2° du règlement général de l'AMF, le cabinet le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Jean-Marc Bricet (Associés) a été nommé par le conseil d'administration de la Société en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1 I, notamment 1° et 4° et II du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ledit rapport, en date du 25 mai 2023, est intégralement reproduit en Annexe 1 du présent Projet de Note en Réponse.

8 MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNEES A L'ARTICLE 231-28 DU REGLEMENT GENERAL DE L'AMF

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF feront l'objet d'un dépôt auprès de l'AMF et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

Un avis financier sera publié au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre dans un quotidien financier de diffusion nationale pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

9 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPOSE

« À ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».

Monsieur Sébastien Vidal
Président Directeur Général de Vilmorin

Annexe 1
Rapport de l'Expert Indépendant



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Attestation d'équité

Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire (RO) initiée par LIMAGRAIN PARTICIPATIONS visant les actions de VILMORIN & CIE

25 mai 2023

SOMMAIRE

1. Présentation de l'Opération	4
2. Contexte de notre mission	5
2.1 Mission du cabinet FINEXSI	5
2.2 Déclaration d'indépendance	6
2.3 Diligences effectuées	6
3. Présentation des activités de VILMORIN & CIE et de son environnement économique	8
3.1 Présentation de la structure actionnariale	8
3.2 Organigrammes juridiques	9
3.3 Présentation de VILMORIN & CIE et de ses activités	11
3.3.1 Rappel de l'historique	11
3.3.2 Présentation des activités de la Société	15
4. Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de VILMORIN & CIE	21
4.1 Présentation du secteur des Semences	21
4.1.1 Les principaux acteurs du secteur des semences	24
4.1.2 Présentation des marchés d'application stratégiques de la Société	25
5. Matrice SWOT	31
6. Analyse financière de VILMORIN & CIE	32
6.1.1 Compte de résultat consolidé de la Société sur la période 2018 – 2022	33
6.1.2 Bilan consolidé de la Société sur la période 2018 – 2022	41
6.1.3 Flux de trésorerie consolidés de la Société sur la période 2018 – 2022	45
7. Evaluation des actions de la société VILMORIN & CIE	47
7.1 Références et Méthodes d'évaluation écartées	47
7.1.1 Actif net comptable	47
7.1.2 Actif net comptable réévalué	47
7.1.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende)	47
7.1.4 Valeur liquidative	48

7.2	Méthodes d'évaluation retenues	48
7.3	Mise en œuvre de la valorisation de VILMORIN & CIE.....	49
7.3.1	Données de référence de VILMORIN & CIE	49
7.3.2	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal).....	51
7.3.3	Comparables boursiers (à titre secondaire)	55
7.3.4	Transactions comparables (à titre secondaire)	58
7.3.5	Analyse du cours de bourse (à titre secondaire).....	60
7.3.6	Objectifs de cours des analystes (à titre secondaire).....	64
7.4	Synthèse de nos travaux d'évaluation	66
8.	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Etablissements Présentateurs	67
8.1	Choix des critères d'évaluation	68
8.2	Mise en œuvre des différents critères.....	68
8.2.1	Analyse du cours de bourse	68
8.2.2	Objectifs de cours des analystes	68
8.2.3	Données de référence	69
8.2.4	Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	70
8.2.5	Multiples observés sur les sociétés cotées comparables	72
8.2.6	Multiples observés sur des transactions portant sur des sociétés comparables	73
9.	Accords connexes	74
10.	Analyse et appréciation des observations reçues de deux actionnaires minoritaires	75
11.	Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix offert.....	80
11.1	Synthèse de nos travaux d'évaluation	80
11.2	Conclusion.....	81
12.	Annexes	82
12.1	Présentation du cabinet FINEXSI et déroulement de la mission.....	82
12.2	Lettre de mission	89

1. Présentation de l'Opération

VILMORIN ET CIE (ci-après « VILMORIN », « le Groupe » ou « la Société ») est un acteur majeur dans le secteur des semences agricoles, il est présent sur les segments des semences de grandes cultures et des semences potagères où il fait partie des leaders mondiaux.

Depuis sa prise de participation en 1975, l'actionnaire de référence de la Société est la SOCIETE COOPERATIVE AGRICOLE LIMAGRAIN (ci-après « LIMAGRAIN ») qui en détient le contrôle directement et indirectement au travers de deux de ses filiales : GROUPE LIMAGRAIN HOLDING, et SELIA (LIMAGRAIN, GROUPE LIMAGRAIN HOLDING et SELIA sont dénommés ci-après collectivement « les Actionnaires LIMAGRAIN » ou les « les Actionnaires de Contrôle »).

VILMORIN a été introduite en bourse le 3 novembre 1993 et ses actions sont cotées sur le compartiment A d'Euronext Paris.

LIMAGRAIN a annoncé, dans un communiqué de presse publié avant l'ouverture des marchés financiers le 28 avril 2023, son projet d'initier une Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'Offre », « l'OPAS » ou « l'Opération ») visant les actions de la Société au prix de 62,6 euros par action (« le Prix d'Offre »). Cette OPAS sera suivie de la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire (ci-après le « Retrait Obligatoire » ou le « RO ») dans le cas où les conditions seraient remplies à l'issue de l'Offre. Le prix proposé dans le cadre du Retrait Obligatoire correspondrait au Prix d'Offre, soit également 62,6 euros par action.

L'OPAS est initiée par la société LIMAGRAIN PARTICIPATIONS (« l'Initiateur »), une société immatriculée le 14 avril 2023 qui a été constituée pour les besoins de l'Opération et dont le capital est intégralement détenu par LIMAGRAIN. L'Initiateur agit de concert avec les Actionnaires LIMAGRAIN.

L'Offre porte sur les actions de la Société qui ne sont pas détenues par les Actionnaires LIMAGRAIN soit, selon le projet de Note d'information établi par LIMAGRAIN PARTICIPATIONS, un nombre maximum de 6 595 781 actions de la Société représentant environ 28,78% du capital et 17,39% des droits de vote théoriques de la Société.

Nous comprenons que depuis l'annonce de l'Offre, l'Initiateur a réalisé l'acquisition de 1 248 423 actions, portant le capital détenu par l'Initiateur, en ce compris par les Actionnaires de Contrôle, à 76,67% et les droits de vote à 85,84%.

2. Contexte de notre mission

2.1 Mission du cabinet FINEXSI

En application des dispositions prévues à l'article 261-1-I 1° et II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'« **AMF** »), sur proposition du Comité *ad hoc*, le Conseil d'Administration de VILMORIN & CIE / la Société du 17 avril 2023 a désigné le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (ci-après « **FINEXSI** ») en qualité d'Expert indépendant, dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire sur les titres de VILMORIN & CIE / la Société.

Dans ce cadre, notre mission a pour objet d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Opération du point de vue des actionnaires de VILMORIN & CIE / la Société. Cela suppose notamment d'apprécier la valeur de l'action VILMORIN & CIE / la Société et le positionnement du prix d'Offre.

Le présent rapport, qui décrira les modalités de l'Opération pour les actionnaires de la Société, a été établi conformément à l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 et modifiée le 10 février 2020 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF 2006-15 modifiée le 10 février 2020.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) qui ont été publiées ou nous ont été transmises par VILMORIN & CIE. Ces documents et informations ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqué.

Notre responsabilité ne pourra pas être recherchée quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations recueillies dans le cadre de notre mission.

Dans le cadre de notre mission nous avons été sollicités par des actionnaires minoritaires. Ils ont fait part de leurs observations dans différents courriers électroniques et manuscrits qui ont été également transmis à LIMAGRAIN, la Société et ses conseils. Nous analysons ces observations dans le corps du rapport et une synthèse est également présentée en partie 10 avec un renvoi aux paragraphes les concernant.

Nous précisons que le présent rapport établi pour les seuls besoins du Règlement Général de l'AMF en France, ne préjuge en aucun cas des éventuelles obligations qui pourraient résulter de législations étrangères, même si l'Offre est ouverte aux actionnaires d'autres pays.

2.2 Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement Général.

Le cabinet FINEXSI atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

2.3 Diligences effectuées

Nous présentons ci-après les principales diligences (dont le contenu détaillé figure en Annexe) que nous avons mises en œuvre dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des termes de l'Offre :

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'analyse des risques et opportunités identifiés pour VILMORIN & CIE, susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme de matrice SWOT ;
- L'analyse des comptes consolidés et du plan d'affaires de VILMORIN & CIE lors d'entretiens avec le Management, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
- La mise en œuvre d'une évaluation multicritère de la Société et d'analyses de sensibilité sur les hypothèses structurantes de valorisation ;
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par les établissements présentateurs CIC, CREDIT AGRICOLE, LAZARD et SOCIETE GENERALE (ci-après « les Etablissements Présentateurs ») de l'Offre ;
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre ;
- L'établissement d'un rapport présenté sous la forme d'une attestation d'équité, exposant les travaux d'évaluation des actions VILMORIN & CIE et notre opinion quant au caractère équitable du prix d'Offre dans le contexte de l'OPAS et du Retrait Obligatoire.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre des derniers exercices clos et de l'exercice en cours.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le Management et les conseils de la Société, tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre la situation financière actuelle, les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :

- Le contexte et les modalités de l'Opération ;
- L'activité de VILMORIN & CIE, son évolution et ses perspectives de développement à moyen et long terme ;
- Les méthodes d'évaluation mises en œuvre par les Etablissements Présentateurs.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses opérationnelles sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant le plan d'affaires de VILMORIN & CIE / la Société afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces prévisions.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (multiples des sociétés cotées comparables et multiples des transactions comparables), nous avons étudié les informations publiques disponibles à partir de nos bases de données financières.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux des Etablissements Présentateurs, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le projet de note d'information (ci-après « le Projet de Note d'Information »). Nous avons dans ce cadre tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants des Etablissements Présentateurs.

Il convient de préciser qu'une revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

3. Présentation des activités de VILMORIN & CIE et de son environnement économique

VILMORIN & CIE est une Société Anonyme à Conseil d'Administration au capital de 349 488 703 € divisé en 22 917 292 actions d'une valeur nominale unitaire de 15,25 €, dont le siège social est situé au 4, Quai de la Mégisserie à Paris (75001).

Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 377 913 728.

L'exercice social de la Société est de 12 mois du 1er juillet au 30 juin.

Les titres de la Société sont admis aux négociations du marché Euronext Paris (Compartiment A) sous l'ISIN FR 0000052516. VILMORIN & CIE fait partie de l'indice CAC *Small*, CAC *Mid & Small* et du CAC *All-Tradable*.

3.1 Présentation de la structure actionnariale

Figure 1 – Structure actionnariale de VILMORIN & CIE au 31 mars 2023

en actions	Capital		Droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%
Limagrain	1 605 725	7,01 %	2 982 325	7,72 %
Groupe Limagrain Holding	13 450 186	58,69 %	26 900 372	69,61 %
Selia	1 265 600	5,52 %	2 041 185	5,28 %
Total Actionnaires de contrôle	16 321 511	71,22 %	31 923 882	82,61 %
BPI France Participations	1 308 904	5,71 %	1 308 904	3,39 %
Flottant hors BPI France	5 280 283	23,04 %	5 406 970	13,99 %
Total Flottant	6 589 187	28,75 %	6 715 874	17,38 %
Auto-détention (au 31/03/2023)	6 594	0,03 %	6 594	0,02 %
Total	22 917 292	100,00 %	38 646 350	100,00 %

Source : Projet de note d'information

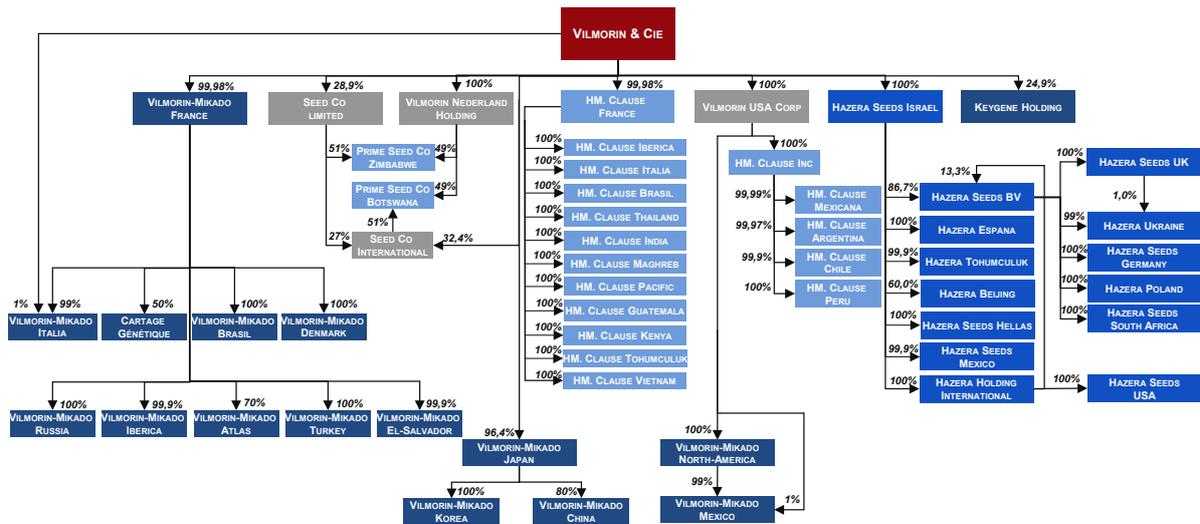
Il convient de préciser qu'à la suite de la transaction intervenue le 14 octobre 2020, BPI FRANCE PARTICIPATIONS est liée aux Actionnaires de Contrôle par un pacte d'actionnaires signé à la même date.

Par ailleurs, depuis l'annonce de l'Offre, l'Initiateur a réalisé l'acquisition de 1 248 423 actions, soit 5,45% du capital, portant le capital détenu par l'Initiateur, en ce compris les Actionnaires de Contrôle, à 76,67% et les droits de vote à 85,84%.

3.2 Organigrammes juridiques

Nous présentons ci-après l'organigramme juridique de VILMORIN & CIE au 31 décembre 2022, date de publication des comptes consolidés semestriels, en détaillant l'organigramme juridique de chacune de ses trois activités constituées des (i) Semences Potagères, (ii) Semences de Grandes Cultures et (iii) Produits de Jardin.

Figure 2 – Organigramme juridique de l'activité Semences Potagères de VILMORIN & CIE au 31 décembre 2022



Légende

- Société mère
- Entité de la BU VILMORIN-MIKADO
- Entité de la BU HM. CLAUSE
- Entité de la BU HAZERA
- Entité hors BU (holdings & biotechnologies)
- Lien capitalistique
- % Détention du capital

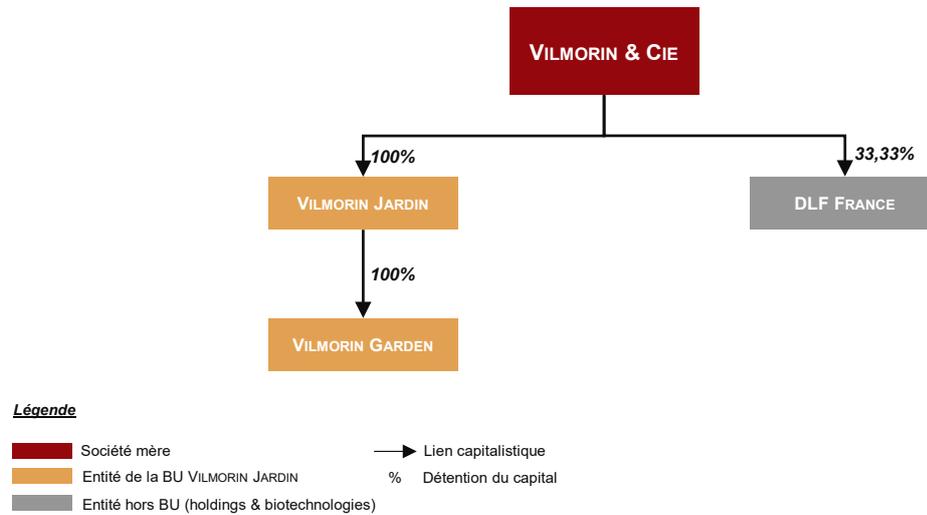
Source : Société

L'activité Semences Potagères est organisée opérationnellement en lignes de produits appelées *business unit* (« BU ») :

- VILMORIN-MIKADO
- HM.CLAUSE
- HAZERA

Ces BU sont présentées ci-après au §3.3.2.

Figure 4 – Organigramme juridique de l'activité Produits de Jardin de VILMORIN & CIE au 31 décembre 2022

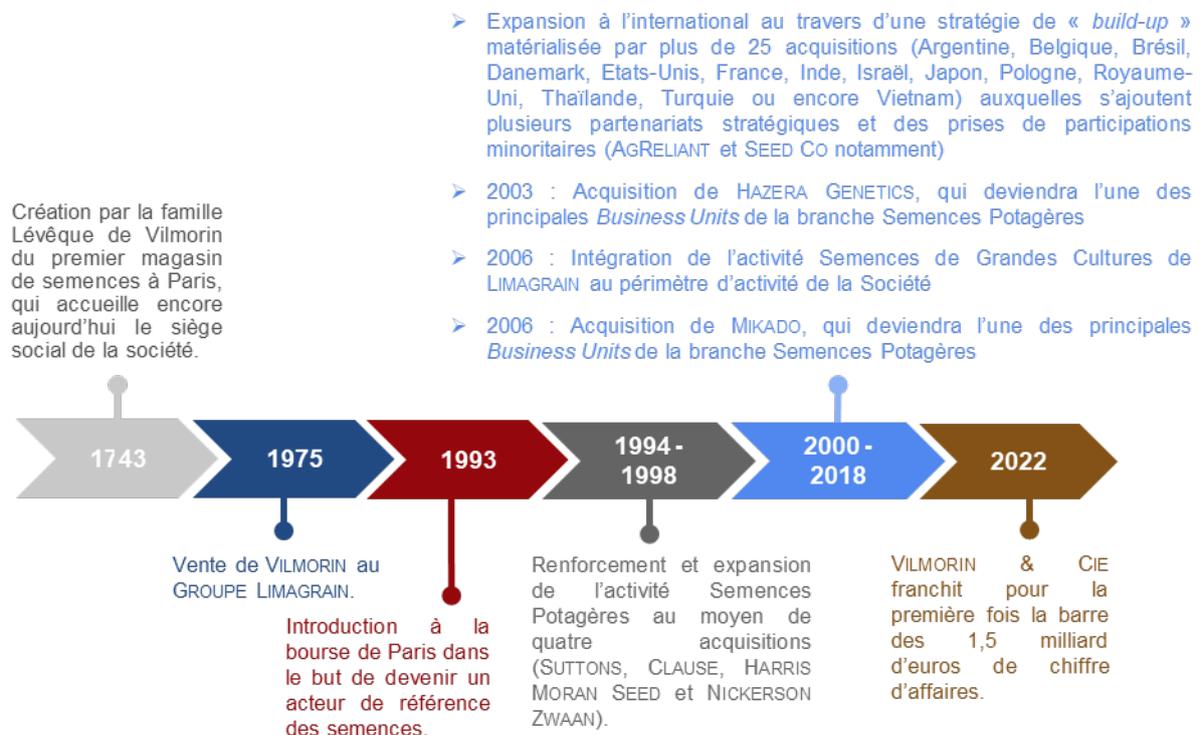


Source : Société

3.3 Présentation de VILMORIN & CIE et de ses activités

3.3.1 Rappel de l'historique

Figure 5 – Historique de VILMORIN & CIE



Source : Société

VILMORIN & CIE a été fondée en 1743 par la famille LEVEQUE DE VILMORIN avec un premier magasin créé à Paris, dans le 1^{er} arrondissement, et qui accueille encore aujourd'hui le siège social de la Société.

En 1975, le GROUPE LIMAGRAIN acquiert VILMORIN & CIE.

En 1993, VILMORIN & CIE, qui regroupe les activités « Semences Potagères » et « Produits de Jardin » de sa maison mère LIMAGRAIN, effectue son entrée en bourse (compartiment A du marché Euronext Paris) avec l'objectif de devenir un acteur de référence sur ces deux activités.

De 1994 à 1998, la Société a procédé à 4 acquisitions, lui permettant un développement international :

- SUTTONS SEEDS en 1994, afin d'accéder au marché britannique des produits de jardin ;
- Les semenciers CLAUSE (français) et HARRIS MORAN (américain) ;
- La société néerlandaise NICKERSON ZWAAN, spécialisée dans les semences potagères.

Poursuivant sa croissance externe, la Société a procédé à l'acquisition de l'entreprise israélienne HAZERA GENETICS en 2003.

En parallèle, VILMORIN & CIE a intensifié son effort de recherche et développement, notamment en créant en juillet 2000, la société AGRELIANT, conjointement avec le semencier allemand Kws. Cette *joint-venture* vise à développer, produire et commercialiser les semences des deux principales espèces cultivées en Amérique du Nord (maïs et soja).

En 2006, l'activité « Semences de Grandes Cultures » de LIMAGRAIN a été intégrée au périmètre d'activité de VILMORIN & CIE. Cette intégration a notamment permis à la Société de :

- Développer sa stratégie de croissance externe à l'international (détaillée ci-après) ;
- Se constituer de nouveaux relais de croissance, avec notamment de nouvelles espèces en portefeuille et l'accès à de nouveaux marchés (détaillés ci-après) ;
- Diversifier son profil de risque.

Ainsi, la Société a entrepris à partir de 2007 une accélération de son développement à l'international au moyen d'une stratégie de *build-up*, menée au niveau des branches d'activité « Semences de Grandes Cultures » et « Semences Potagères ».

Pour l'activité « Semences de Grandes Cultures », la stratégie conduite par la Société a permis de développer une implantation mondiale des semences de maïs et de blé, grâce aux acquisitions ou prises de participation suivantes :

- Aux États-Unis : acquisition de DAHLCO en 2009, acquisition de la société TRIO RESEARCH ainsi que d'actifs spécifiques appartenant aux sociétés BSF AG RESEARCH, GENESIS SEED RESEARCH et TRIGEN en 2010, acquisition d'EUREKA SEEDS en 2013, acquisition de GOLDEN ACRES GENETICS en 2015 ;
- En Amérique du Sud : acquisitions d'actifs spécifiques au Brésil (SEMENTES GUERRA et BRASMILHO en 2011, GENETICA AGRICOLA en 2012, GENESEED, KSP et CCGL en 2013, DNA en 2015) et acquisition de SURSEM et GENEZE en 2018 ;
- En Afrique : acquisition de LINK SEED et prise de participation dans SEED Co¹ (première société semencière africaine) en 2013 présente notamment en Afrique du Sud. Ces opérations ont permis à la Société de s'implanter sur le continent africain ;
- En Asie : acquisition de la société indienne BISCO BIO SCIENCES en 2013, rachat de la société thaïlandaise SEED ASIA en 2014 et prise de participation dans la société chinoise HENGJI LIMAGRAIN SEEDS en 2015 ;
- En Europe : acquisition de CLOVIS MATTON en Belgique en 2010, d'EURODUR en France et de BOREAL PLANT BREEDING en Finlande en 2012.

Par ailleurs, VILMORIN & CIE a également établi des partenariats stratégiques pour **(i)** le blé, notamment en Australie avec la société AUSTRALIAN GRAIN TECHNOLOGIES et au Canada avec la société CANTERRA SEEDS, et pour **(ii)** le maïs avec la société allemande KWS, partenariat qui a conduit à la création de la société GENECTIVE. Aussi, en 2015, VILMORIN & CIE a signé des accords de licence avec la société suisse SYNGENTA lui permettant de commercialiser les traits OGM de maïs développés par cette dernière.

Concernant l'activité « Semences Potagères », la stratégie de *build-up* s'est notamment matérialisée par les opérations suivantes :

- En Asie : acquisition de KYOWA en 2000 et de MIKADO en 2006, acquisition de CENTURY SEEDS en Inde en 2012 et de TROPDICORP au Vietnam en 2015 ;
- Aux États-Unis : acquisition d'actifs (GLOBAL GENETICS en 2008, GENEFRESH et K&B DEVELOPMENT en 2009, CAMPBELLS' SEEDS en 2012 et de plusieurs sociétés (MESA MAIZE en 2010, SHAMROCK en 2013 et GENICA RESEARCH en 2016) ;
- En Amérique Latine : acquisition, en 2009, d'actifs au Mexique appartenant à la société LSL PLANT SCIENCE-LSL BIOTECHNOLOGIES et d'actifs au Guatemala appartenant à la société GENTROPIC ;

¹ Société cotée en bourse au Zimbabwe et au Botswana.

- En Europe : acquisitions en 2010 de SU TARIM en Turquie et de TRINITY GROWERS au Royaume-Uni, et d'ADVANSEED au Danemark en 2018 ;
- En Afrique : prise de participation minoritaire dans la société PRIME SEED CO, présente au Zimbabwe et au Botswana.

Ainsi, sur la période 2000-2022, VILMORIN & CIE a procédé à l'acquisition de 25 sociétés et de 16 groupes d'actifs isolés ou spécifiques² lui permettant d'être présent physiquement dans 49 pays et de se positionner comme le 4^e semencier mondial en 2022 en réalisant des ventes dans près de 150 pays.³

Sur l'exercice 2021-2022, la Société a réalisé un chiffre d'affaires de 1 587,2 M€ et emploie actuellement plus de 7 200 collaborateurs à travers le monde.

² Source : DEU 2022

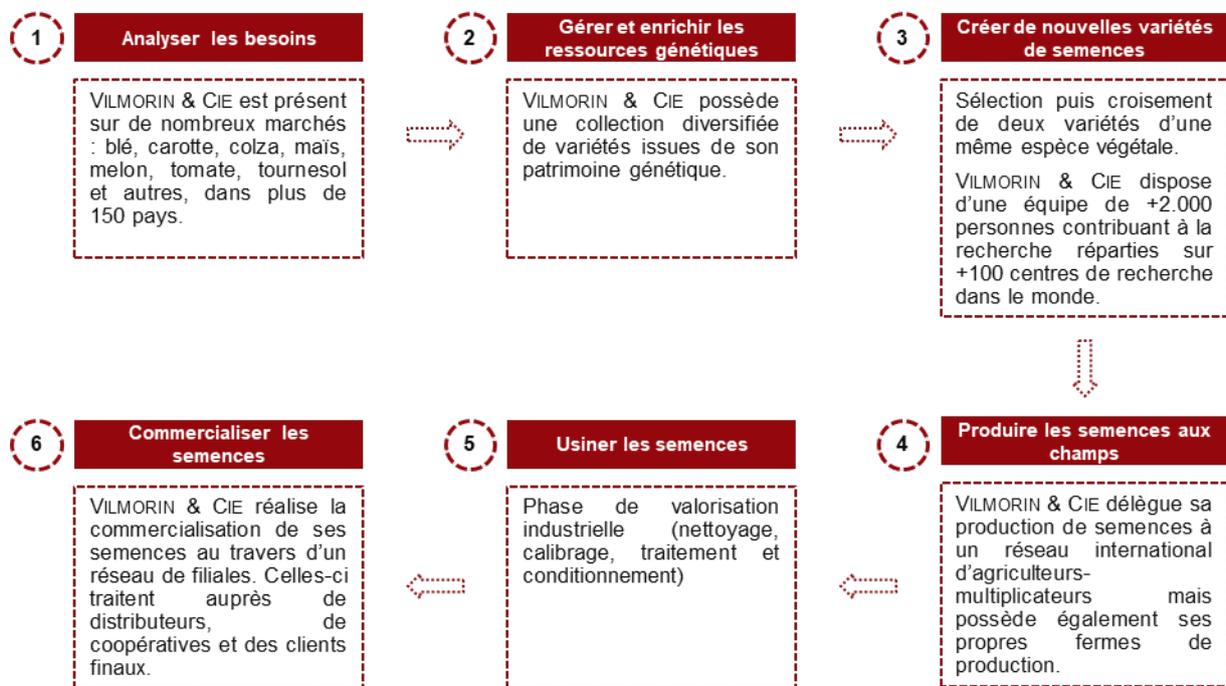
³ Source : DEU 2022

3.3.2 Présentation des activités de la Société

VILMORIN & CIE compte parmi les plus grands acteurs mondiaux dans le secteur des semences avec plus de 6 000 variétés en portefeuille et plusieurs centaines de nouvelles variétés commercialisées chaque année. Aussi, au cours du dernier exercice clos le 30 juin 2022, VILMORIN & CIE a commercialisé 440 nouvelles variétés de semences dont 70 concernent l'activité Grandes Cultures et 370 pour les Semences Potagères.

L'entreprise est positionnée sur l'ensemble de la chaîne de valeur, étant active à la fois sur la partie recherche, production et commercialisation des semences.

Figure 6 – Etapes du processus de mise au point d'une semence



Source : Société

VILMORIN & CIE, contrairement à de nombreux semenciers, ne dispose d'aucune activité agrochimique (produits phytosanitaires et fertilisants notamment) et est, à ce titre, le premier semencier mondial non-agrochimiste.

La Société se structure autour de 3 activités : (i) « Semences de Grandes Cultures », (ii) « Semences Potagères » et (iii) « Produits de Jardin ».

Les activités sont organisées autour de *Business Units* qui commercialisent différentes marques, conséquence de la stratégie de *build-up* entreprise par la Société sur les 20 dernières années.

Les *Business Units* et marques commercialisées par la Société se présentent comme suit :

Figure 7 – Présentation des segments d'activité et *Business Units* de VILMORIN & CIE



Source : Société

Nous présentons ci-après la répartition du chiffre d'affaires annuel au 30 juin 2022 par activité et par zone géographique :

Figure 8 – Répartition du chiffre d'affaires 2021-2022 de VILMORIN & CIE par activité

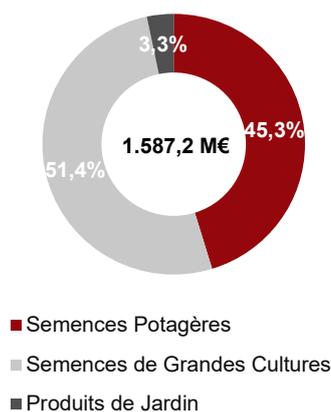
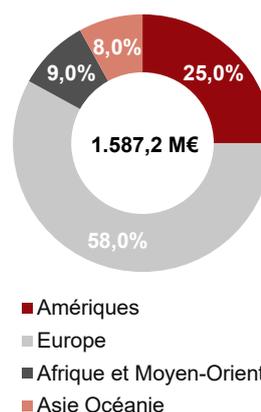


Figure 9 – Répartition du chiffre d'affaires 2021-2022 de VILMORIN & CIE par zone géographique



Source : DEU 2022

Plus de 50% du chiffre d'affaires consolidé du Groupe au 30 juin 2022 est généré par son activité de Semences de Grandes Cultures, et est réalisé majoritairement en Europe.

Les trois activités de la Société sont présentées ci-après.

Activité Semences de Grandes Cultures

VILMORIN & CIE développe, produit et commercialise les semences de quatre espèces stratégiques que sont le maïs, le blé, le tournesol et le colza, auxquelles s'ajoutent des espèces complémentaires qui varient selon le pays d'implantation (l'orge, le soja, le millet, le riz et les protéagineux).

La recherche et développement constitue un pilier de la stratégie de la Société sur cette branche, combinant **(i)** des ressources génétiques riches et diverses et **(ii)** l'utilisation des technologies les plus récentes.

La Société opère mondialement, notamment au travers des semences de blé et de maïs, avec une implantation opérationnelle dans 36 pays couvrant l'Europe, l'Amérique, l'Asie et l'Afrique. VILMORIN & CIE se positionne au 7^{ème} rang du marché mondial des semences de grandes cultures grâce à ses 5 *Business Units* lui permettant d'adresser :

- Le continent européen (offre multi-espèces) ;
- Le continent américain avec AGRELIANT (maïs et soja) et LIMAGRAIN AMERICAS⁴ (blé, colza et protéagineux) ;
- Le continent asiatique (Inde, Chine et Asie du Sud-Est⁵) ;
- Le continent africain.

En 2021-2022, le chiffre d'affaires annuel de l'activité s'est élevé à 816,4 M€, en hausse de +14,0%⁶ par rapport à l'exercice précédent.

Le positionnement en Europe

Implantée dans 20 pays sur le continent européen, la Société a adopté une stratégie multi-espèces, afin de répondre à l'ensemble des besoins des agriculteurs.

Son offre comprend ainsi :

- Les principales espèces de grandes cultures (maïs, blé, orge, tournesol et colza), sur lesquelles la Société est présente, de la création variétale (avec des programmes de recherche spécifiques) jusqu'à la commercialisation ;
- Des protéagineux (pois et féverole) que la Société adresse grâce à un programme de recherche spécialisé ;

⁴ LIMAGRAIN CEREAL SEEDS et LIMAGRAIN SOUTH AMERICA ont été fusionnées le 1er juillet 2022 pour former la *Business Unit* LIMAGRAIN AMERICAS

⁵ La société australienne AUSTRALIAN GRAIN TECHNOLOGIES, dans laquelle VILMORIN & CIE détient une participation minoritaire, est intégrée dans la *Business Unit* LIMAGRAIN ASIA-PACIFIC.

⁶ A données courantes

- Les plantes fourragères, vecteur de synergies pour VILMORIN & CIE (ces espèces étant commercialisées en complément des principales espèces susvisées) que la Société adresse grâce à des partenariats (notamment celui avec la société danoise DLF SEEDS, leader mondial sur ce segment) ;
- Les autres espèces (coton, betterave, etc.), commercialisées selon les opportunités de marché, qui complètent le reste de l'offre.

Par ailleurs, VILMORIN & CIE propose des outils digitaux aux agriculteurs via sa plate-forme AGRILITY. Celle-ci permet notamment de développer des solutions sur-mesure avec une équipe d'experts en *big data*, géostatistique, agronomie, modélisation et informatique.

En 2021-2022, l'activité Semences de Grandes Cultures a généré un chiffre d'affaires de 642,4 M€ en Europe, dont environ 21% en France.

Le positionnement en Amérique du Nord et en Amérique du Sud

AGRELIANT (*joint-venture* créée en juillet 2000 avec le semencier allemand Kws) développe, produit et commercialise essentiellement les semences des deux principales espèces cultivées en Amérique du Nord : le maïs (76% du chiffre d'affaires de la *Business Unit* en 2021-2022) et le soja (23% du chiffre d'affaires), auxquels s'ajoutent, de façon marginale, d'autres espèces (1%). AGRELIANT figure parmi les quatre premiers acteurs sur le segment du maïs en Amérique du Nord avec des parts de marché estimées à 5,1% au printemps 2021⁷.

AGRELIANT propose aux agriculteurs les semences répondant aux problématiques de rendement et d'adaptation aux contraintes environnementales (les semences étant optimisées via leur génétique mais aussi du fait de certaines technologies, tels que les traits⁸ et le *stacking*⁹). A ce titre, 85% des ventes de maïs de la société sont des variétés OGM¹⁰ notamment dont les traits¹¹ OGM sont acquis auprès d'agrochimistes.

Ces semences sont commercialisées via trois réseaux de distribution, à savoir (i) la vente directe auprès de l'agriculteur avec AGRIGOLD, (ii) les réseaux d'agriculteurs-*dealers* et (iii) la vente par l'intermédiaire de distributeurs avec LG SEEDS.

En 2021-2022, le chiffre d'affaires réalisé par AGRELIANT s'est élevé à 488,6 M€¹².

⁷ Source : DEU 2021. A cette même période, 4 acteurs représentaient près de 80% du marché des semences de maïs en Amérique du Nord (BAYER 36% de part de marché, CORTEVA AGRISCIENCE 30,7%, SYNGENTA 5,3% et AGRELIANT 5,1%).

⁸ Gènes de résistance conférant à la plante une barrière à certains insectes ravageurs et aux herbicides.

⁹ Empilage ou combinaison de caractères, procédé consistant à associer plusieurs gènes d'intérêts au sein d'une même plante.

¹⁰ Un organisme génétiquement modifié (OGM) est un organisme vivant dont les propriétés génétiques ont été modifiées par un ou plusieurs gènes issus d'une autre espèce.

¹¹ Un trait génétique fait référence à une ou plusieurs caractéristiques observables chez un organisme vivant (résistance à la sécheresse, aux insectes ou aux mauvaises herbes notamment)

¹² Compte tenu de l'application de la norme IFRS 11, AGRELIANT est comptabilisée selon la méthode de la mise en équivalence depuis l'exercice 2015. Le chiffre d'affaires n'est donc pas compris dans le chiffre d'affaires consolidé du groupe VILMORIN & CIE.

En Amérique du Sud, la Société, présente essentiellement depuis 2018, est positionnée principalement sur les semences de soja et de maïs (lesquelles représentent plus de 83% du marché des semences sud-américain, notamment concentrées au Brésil et en Argentine¹³), ainsi que sur les semences de tournesol et de blé. VILMORIN & CIE réalise également des activités de recherche et de production de semences au Chili et au Pérou.

À terme, la Société prévoit également d'étendre son activité au Paraguay et en Uruguay à l'aide de partenariats avec des distributeurs locaux.

En 2021-2022, l'activité Semences de Grandes Cultures a généré un chiffre d'affaires de 144,5 M€ en Amérique du Nord et en Amérique du Sud.

Le positionnement en Asie et en Afrique

En Asie, VILMORIN & CIE est présent en Inde, au Japon, en Asie du Sud-Est et en Chine et a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 13,9 M€ en 2021-2022.

En 2021-2022, l'activité Semences de Grandes Cultures a généré un chiffre d'affaires d'environ 15,7 M€ en Afrique.

VILMORIN & CIE et SEED CO ont développé une collaboration étroite en matière de recherche, s'appuyant sur des ressources et expertises complémentaires, et ont créé deux *joint-ventures*¹⁴ sur le segment du maïs blanc et du maïs jaune.

Activité Semences Potagères

VILMORIN & CIE, développe, crée, produit et commercialise des semences à destination des professionnels de la production légumière, à savoir les maraîchers et les transformateurs spécialistes de la conserve et de la surgélation.

L'innovation est au centre de la stratégie de cette activité ce qui se traduit par des investissements continus en recherche et développement à hauteur de 14,3% du chiffre d'affaires sur l'exercice 2021-2022. Ces derniers permettent à la Société de produire des semences qui répondent aux enjeux suivants : **(i)** l'augmentation de la productivité, **(ii)** la résistance aux maladies et aux insectes et **(iii)** la tolérance au stress climatique (stress hydrique, chaleur, gel, sécheresse ...)

¹³ Source : DEU 2022

¹⁴ A savoir SEED CO WEST AND CENTRAL AFRICA (qui adresse les marchés d'Afrique de l'Ouest et d'Afrique centrale) et LIMAGRAIN ZAAD SOUTH AFRICA (qui regroupe l'ensemble des activités grandes cultures en Afrique du Sud de VILMORIN & CIE).

À titre d'illustration, VILMORIN & CIE a développé au cours de l'exercice 2020-2022 :

- Une gamme de courgettes sous-abri résistantes au virus « New Delhi », dont la variété, « Dharma », a été commercialisée en Espagne au cours de l'été 2021 par HM.CLAUSE ;
- Des premières variétés de tomates résistantes au virus des fruits bruns et rugueux de la tomate et au virus de la maladie bronzée de la tomate ont été respectivement précommercialisées au Mexique et proposées en Italie ;
- Des semences de mâches protégées avec des solutions de biocontrôle afin de pallier l'interdiction de produits phytosanitaires dans le traitement des semences ont été mises sur le marché, principalement en France.

Le portefeuille de la Société porte sur plus de 80 espèces différentes dont environ 40 font l'objet de programmes de recherche (tomate, piment doux et fort, oignon, pastèque, carotte, etc.).

VILMORIN & CIE a une position dominante sur plusieurs espèces mondiales (tomate, carotte, melon, haricot vert et chou-fleur) et locales (fenouil, endive et mâche), lui permettant de se positionner comme le leader mondial des semences potagères.

L'activité « Semences Potagères » s'organise autour de 3 BU à l'échelle mondiale (34 pays) :

- HM.CLAUSE, implantée dans 30 pays au travers d'un réseau de 16 filiales. Cette unité est notamment n°1 mondial sur les semences de potiron, mâche, fenouil, courgette et melon ;
- HAZERA, bénéficiant également d'une présence à l'international ;
- VILMORIN-MIKADO, spécialisée dans la création, la production et la commercialisation des semences potagères dans plus de 100 pays. Cette *Business Unit* a une position dominante sur le marché mondial des semences de carotte et d'endive et occupe une place majeure sur les semences de salade, tomate, poivron, courge kabocha, radis daïkon et oignon botte.

En 2021-2022, VILMORIN & CIE a réalisé un chiffre d'affaires de 718,6 M€ sur l'activité « Semences Potagères ».

Activité Produits de Jardin

VILMORIN & CIE propose une gamme complète de semences (potagères, florales et de gazon) et de produits associés (bulbes à fleurs, terreaux et équipements de jardin) destinés aux jardiniers amateurs.

Cette activité est implantée en France et en Pologne. La distribution de l'offre s'effectue (i) en jardinerie, (ii) en libre-service agricole (LISA), (iii) en grandes surfaces de bricolage, (iv) en grandes surfaces alimentaires et (v) en ligne, au travers de différents sites internet (à la fois *pure players* ou généralistes).

Ce positionnement permet à la Société de figurer au premier rang des acteurs sur le marché français des semences destinées aux jardiniers amateurs.

En 2021-2022, le chiffre d'affaires de l'activité « Produits de Jardin » s'est établi à 52,2 M€.

4. Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de VILMORIN & CIE

4.1 Présentation du secteur des Semences

Principales caractéristiques du marché des Semences

Il existe trois types de semences sur le marché : **(i)** les semences certifiées ou commerciales, achetées aux semenciers qui certifient leur qualité intrinsèque, **(ii)** les semences de ferme obtenues par les agriculteurs en deuxième génération à partir des semences certifiées et **(iii)** les semences paysannes issues du procédé de sélection des agriculteurs, alternatives aux semences certifiées.

Les semences commerciales sont de plus en plus largement utilisées dans le monde agricole grâce à leurs performances techniques constamment améliorées. Néanmoins la croissance annuelle du marché s'avère relativement modérée sur les dernières années. Elles présentent deux avantages majeurs : une amélioration significative des rendements et la garantie d'une production adaptée aux exigences des agriculteurs et maraîchers (résistances aux maladies et aux insectes, cycles de production réduits, stress hydrique, etc.). Les semences commerciales sont de deux types : **(i)** les semences de grandes cultures et **(ii)** les semences potagères, VILMORIN & CIE commercialisant ces deux natures de semences comme présenté ci-avant.

Le secteur des Semences regroupe trois types d'acteurs :

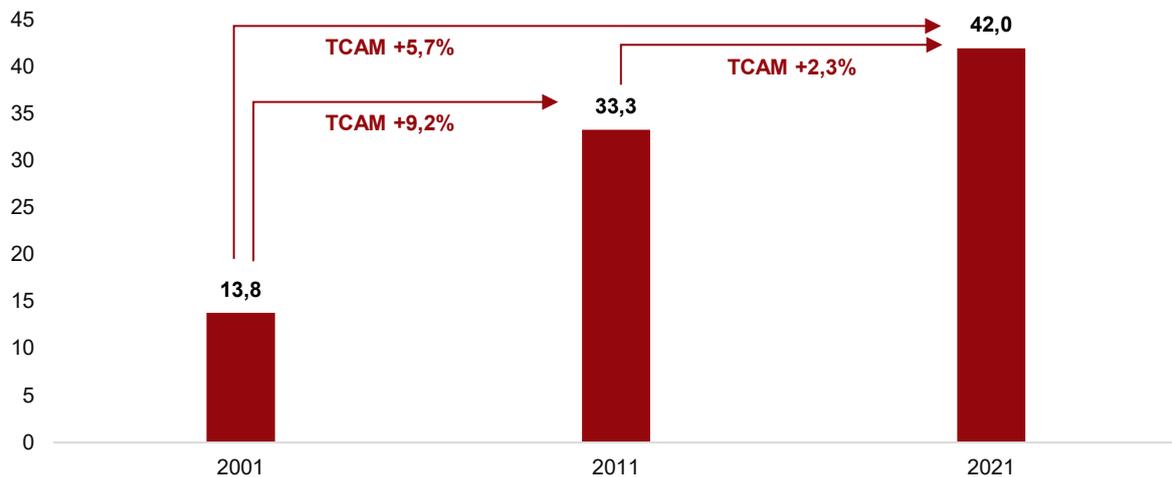
- Les entreprises de sélection, aussi appelées obtenteurs, qui produisent de nouvelles variétés et les semences de première génération ;
- Les entreprises de production qui trient, traitent, conditionnent et commercialisent les semences auprès des agriculteurs-multiplicateurs ;
- Les agriculteurs-multiplicateurs, qui produisent des semences à partir des matières premières fournies par les entreprises de production.

VILMORIN & CIE, étant présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur, se positionne sur le marché comme étant à la fois une entreprise de sélection et de production.

Ces trois catégories d'acteurs assurent les quatre étapes clés qui caractérisent la filière : **(i)** l'obtention, correspondant à la phase de création variétale, **(ii)** la multiplication en champ, nécessaire à la certification obligatoire, **(iii)** la production (tri, enrobage, pelliculage) et **(iv)** le conditionnement et les derniers contrôles avant commercialisation.

En 2021, le marché mondial des semences a été estimé à environ 42 Mds\$¹⁵, en croissance cumulée de 200% depuis 2001. Il a évolué comme suit :

Figure 10 – Evolution de la valeur du marché mondial des semences commerciales (en Mds\$)



Source : AGBIOINVESTOR 2021

La forte croissance constatée entre 2001 et 2011 s'explique par le développement accéléré au cours de cette période des semences OGM principalement par la zone Amériques¹⁶.

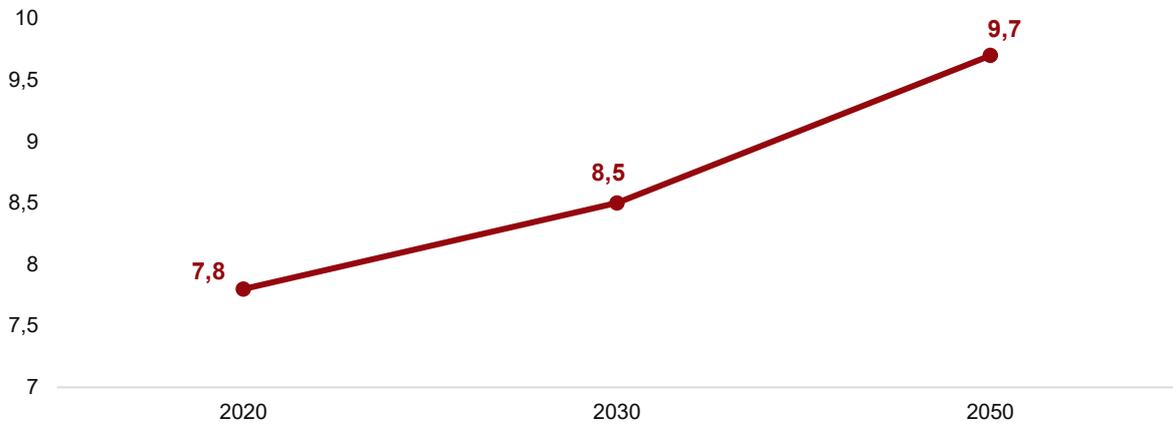
La croissance du marché des semences commerciales est principalement liée à l'évolution de la démographie : la population mondiale est passée d'environ 6 milliards d'individus en 2000 à environ 8 milliards en septembre 2022¹⁷, ce qui représente une augmentation de 33% en un peu plus de 20 ans (TCAM de +1,3%). Cette tendance structurelle porteuse devrait se poursuivre dans les décennies à venir, l'ONU estimant que la population mondiale devrait atteindre près de 10 milliards d'individus en 2050, nécessitant une hausse de la production agricole mondiale de près de 60%. La croissance de l'activité de VILMORIN & CIE à l'horizon des prévisions en 2028 selon le plan d'affaires de la Société disponible à ce jour sera ainsi portée par (i) l'évolution démographique sous-jacente mais aussi par (ii) des effets prix et (iii) des gains possibles de parts de marché.

¹⁵ Source : AGBIOINVESTOR 2021

¹⁶ Source : International Service for the Acquisition of Agri-biotech Applications (2012), Global Status of Commercialized Biotech/GM Crops: 2012

¹⁷ Source : ONU

Figure 11 – Evolution de la population mondiale en milliards d'habitants (projection)



Source : Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture

La répartition du marché mondial des semences commerciales par activité et par zone géographique se présente comme suit.

Figure 12 – Répartition du chiffre d'affaires du marché des semences commerciales par activité en 2021

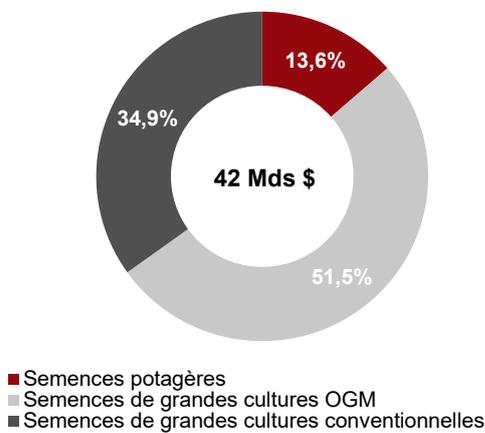
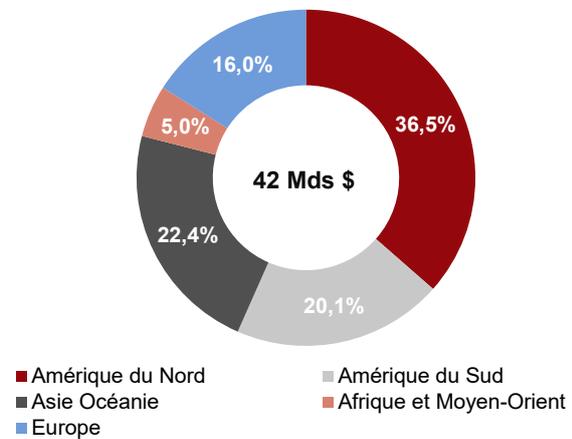


Figure 13 – Répartition du marché par zone géographique en 2021



Source : AGBIOINVESTOR 2021

Les Etats-Unis et l'Amérique du Sud représentent plus de 50% de ce marché.

4.1.1 Les principaux acteurs du secteur des semences

Les acteurs du marché des Semences de Grandes Cultures

Le marché des Semences de Grandes Cultures est un marché fortement concentré et les trois plus importants acteurs de ce marché représentent plus de la moitié du marché mondial¹⁸, il s'agit de :

- BAYER, à la suite de l'acquisition de MONSANTO en juin 2018, présent sur ce marché notamment via sa filiale BAYER SEEDS SAS dont l'activité est positionnée, entre autres, sur les semences de blé hybrides¹⁹ ;
- CORTEVA AGRISCIENCE, société américaine de produits chimiques agricoles et de semences. Elle est devenue autonome après une opération de séparation du groupe diversifié DOWDUPONT dont elle représentait l'activité dans le secteur agricole et est présente essentiellement sur les semences hybrides ;
- SYNGENTA est un groupe suisse qui a été acquis en 2017 par le groupe chinois CHEMCHINA et est spécialisé dans la production de semences ainsi que de produits chimiques et biologiques de protection des semences.

Les acteurs du marché des Semences Potagères

Le marché des semences potagères se caractérise par une multitude d'acteurs, avec la présence de sociétés mondiales (présentes pour certaines également sur l'agrochimie), de sociétés régionales ou spécialisées ainsi que d'acteurs locaux. Néanmoins, malgré cette diversité, le marché revêt une certaine forme oligopolistique avec plus de la moitié du marché mondial des semences potagères concentrée entre cinq sociétés²⁰ :

- VILMORIN & CIE (leader mondial) détenant environ 9% de part de marché ;
- BAYER (n°2 mondial), une société multinationale allemande²¹ dont l'activité en matière de semences potagères est structurée autour de sa filiale dédiée VEGETABLES BY BAYER qui intègre notamment les sociétés BAYER SEEDS SAS et DE RUITER²² ;
- SYNGENTA (n°3 mondial) ;
- RIJK ZWAAN (n°4 mondial), société néerlandaise spécialisée dans la sélection et la production de semences ;
- BASF (n°5 mondial), groupe de chimie qui produit et commercialise, entre autres, des produits de protection des semences.

¹⁸ Source : MADEINFR, « Le marché des semences de grandes cultures en France »

¹⁹ Semence obtenue à partir d'une plante issue de la reproduction de deux plantes : l'une autofécondée, l'autre fécondée par pollinisation croisée entre deux variétés différentes.

²⁰ Source : DEU 2022 de la Société.

²¹ Également présente sur l'agrochimie, les produits pharmaceutiques et les produits de beauté, notamment.

²² Ces deux sociétés ayant été successivement acquises par MONSANTO, dont BAYER a finalisé l'acquisition en juin 2018.

4.1.2 Présentation des marchés d'application stratégiques de la Société

Le marché des Semences de Grandes Cultures

Le marché mondial des semences de Grandes Cultures représente en valeur environ 36 Mds\$. Le maïs constitue la première espèce sur ce marché (19 Mds\$), suivi du soja (10 Mds\$), du riz (2,5 Mds\$) et du colza (2 Mds \$), le blé ne représente que 1,5 Md\$ et le marché du tournesol s'élève à 1 Md\$.²³

Le marché des Semences de Grandes Cultures présente par zone géographique les caractéristiques suivantes :

Le marché des Semences de Grandes Cultures en Europe

Ce marché représente 16% du marché mondial des semences en valeur, soit environ 7 Mds\$. Le maïs (25,0 millions d'hectares), le tournesol (21,6 millions d'hectares), le blé tendre (21,4 millions d'hectares) et le colza (6,3 millions d'hectares) représentent les principales espèces de semences sur le marché européen.

Si aujourd'hui l'Europe représente une part moindre en valeur dans le marché mondial des semences commerciales, c'est en raison de la réglementation très contraignante adoptée par les pays membres de l'Union Européenne conduisant à l'absence ou à l'interdiction de cultures OGM sur leur sol, ces dernières étant les semences ayant la plus forte valeur ajoutée.

En 2022, les surfaces cultivées dans les principaux pays européens dans lesquels VILMORIN & CIE est présent se sont réduites, touchant toutes les espèces. Les cultures de printemps (maïs, tournesol) ont été affectées par les tensions autour de l'Ukraine.

Le marché des Semences de Grandes Cultures en Amérique

Les Etats-Unis sont le premier pays producteur de plantes génétiquement modifiées (OGM), qui représentent près de 38% des surfaces mondiales toutes espèces confondues. Ces semences génétiquement modifiées permettent aux agriculteurs **(i)** de réduire leurs coûts d'exploitation et **(ii)** de diminuer les coûts liés aux traitements agrochimiques tout en offrant un rendement supérieur. Elles permettent ainsi aux agriculteurs de produire de manière plus efficace, lesquels sont en contrepartie prêts à payer plus cher ces semences par rapport à des semences classiques, compte tenu de la valeur ajoutée procurée par les semences OGM.

²³ Source : IHS Markit - Featured Insight Sector Briefings

Par ailleurs, depuis les années 2000, la production de maïs a été dynamisée par le développement des agrocarburants. La demande importante des usines de bioéthanol a notamment été à l'origine de l'augmentation importante des surfaces de maïs. En 2022, la part d'utilisation de maïs aux Etats-Unis destinée à ce marché est d'environ 40%²⁴ et celle-ci devrait continuer à croître dans les années à venir, la production d'éthanol devant passer de 124,4 milliards de litres en 2021 à 132,0 milliards en 2030 (TCAM de +0,7%), et celle de biodiésel de 48,3 milliards de litres à 49,9 milliards de litres (TCAM de +0,4%) sur la même période²⁵.

En 2021, le marché Nord-Américain était le plus important marché au monde en valeur, grâce à la part importante des OGM, représentant plus de 15 Mds\$. En 2022, le marché Nord-Américain a subi un effet volume négatif avec la baisse des surfaces cultivées en maïs (-3,8%) mais bénéficie de l'accroissement des surfaces de soja initié en 2020 (+1,0%).

Concernant l'Amérique du Sud, cette région représente le troisième marché des semences en valeur (20% de la valeur mondiale, soit 8,5 Mds\$ en 2021). Ce marché a connu une croissance de 3% en 2021 liée aux productions de soja et de maïs, les deux principales espèces cultivées sur cette zone géographique (Brésil et Argentine principalement).

Le marché des Semences de Grandes Cultures en Asie et en Afrique

L'Asie se positionne comme le 2^{ème} marché de semences au monde en valeur avec plus de 9 Mds\$ en 2021. Les semences de riz, de maïs et de coton constituent les principales espèces en valeur.

Ce marché est porté par **(i)** l'augmentation continue de la population (représentant déjà plus de la moitié de la population mondiale), **(ii)** l'émergence des classes moyennes et **(iii)** l'évolution des habitudes de consommation.

Aujourd'hui la Chine n'autorise pas la culture des OGM (sauf pour les plants de coton), ni la culture de semences de production non chinoises, son autorisation représenterait un fort potentiel de développement.

L'Afrique concentrera d'ici 2050 près du quart de la population mondiale, nécessitant un accès à des semences performantes. Le taux d'adoption des semences commerciales et en particulier des semences hybrides étant encore faible, le marché bénéficie de perspectives de développement très élevées. En 2021, la taille du marché de l'Afrique et du Moyen-Orient représentait plus de 2 Mds\$.

En 2021, la demande mondiale des semences de grandes cultures a été portée par la Chine dont les achats de céréales ont été de plus de 60 millions de tonnes. Les prix ont également été orientés à la hausse avec l'occurrence d'aléas climatiques dans plusieurs régions du monde (sécheresse affectant les productions de colza et de blé dans l'ouest du Canada notamment).

²⁴ Source : DEU 2022

²⁵ Source : OCDE-FAO

Le marché mondial des semences de grandes cultures est estimé à plus de 36 Mds\$ en 2021, dont près de 22 Mds\$ pour les semences génétiquement modifiées.

La hausse des prix s'est poursuivie en 2022. Aussi, sur le premier trimestre 2022, le prix des céréales a progressé de 30% et celui des huiles végétales de 51%²⁶ à la suite de crise géopolitique. Cette tendance devrait se poursuivre.

En effet, la crise géopolitique devrait continuer d'influencer les cours du blé, du maïs et du tournesol sur les prochains exercices, en raison des pertes de production et de la limitation des capacités d'exportation. Les prix seront également affectés par des difficultés logistiques notamment dans le transport maritime, la flambée du prix des engrais, une demande chinoise importante et par les incertitudes liées aux conditions climatiques.

Depuis 2008²⁷, la Société a fait significativement évoluer son positionnement vers ses activités de maïs et est actuellement le leader européen sur cette espèce.

Cette décision stratégique se justifie par le fait que le maïs est la 1^{ère} culture en valeur dans le monde.

Le maïs bénéficie d'un potentiel de rentabilité élevée et est porté par une demande croissante de l'industrie des agrocarburants. Sur cette espèce, VILMORIN & CIE a comme objectifs stratégiques de :

- Conforter ses positions en Europe et en Amérique du Nord ;
- Poursuivre son expansion en Amérique du Sud ;
- Renforcer ses activités dans les zones de développement (Asie et Afrique) ;
- Développer une gamme propriétaire de variétés de semences de maïs transgéniques²⁸.

Sur les semences de blé, qui constituent la 1^{ère} culture dans le monde en surface (avec plus de 220 millions d'hectares cultivés en 2021²⁹), la Société détient une position de leader en Europe et en Australie³⁰. Elle vise également à :

- Augmenter ses parts de marché sur le blé hybride, qui bénéficie de rendements plus élevés que le blé « classique »³¹ ;
- Consolider son *leadership* en Europe³² ;
- Renforcer ses positions en Amérique du Nord.

²⁶ Source : FRANCE AGRIMER (rapport au Parlement 2022).

²⁷ Source : Les Echos, « Vilmorin parie sur le maïs pour accélérer sa croissance en Europe », 2008

²⁸ Notamment à travers (i) GENECTIVE, co-entreprise 50/50 créée avec le semencier allemand KWS dont l'objectif est de développer des traits propriétaires de maïs OGM, et (ii) les accords de licences à long terme conclus avec SYNGENTA.

²⁹ Source : USDA 2021-2022

³⁰ Source : DEU 2021-2022

³¹ Le blé hybride combine plusieurs traits et a donc des performances techniques supérieures au blé classique, assurant un prix de vente par conséquent plus élevé.

³² Source : DEU 2021-2022

Par ailleurs, sur les marchés du tournesol et du colza, la Société vise :

- Pour le tournesol, à poursuivre l'effort de recherche et développement axé principalement sur **(i)** le rendement en grain et en huile, **(ii)** la résistance aux différents stress (climatique hydrique, stress et autres) et **(iii)** l'introduction de traits de résistance aux maladies et aux parasites ;
- Pour le colza, dont la rentabilité est déjà élevée, VILMORIN & CIE a pour objectif d'axer son programme de recherche et développement sur **(i)** le rendement, **(ii)** la teneur en huile, **(iii)** la résistance à l'égrenage et **(iv)** la résistance aux maladies. La Société cherche par ailleurs à consolider sa place de leader en Europe sur cette espèce.

Le marché des Semences Potagères

Le marché des Semences Potagères représente en valeur environ 5,7 Mds\$ en 2021³³. Il se caractérise par une grande diversité de produits avec plus de 150 espèces botaniques cultivées dans le monde, et, au sein de chaque espèce, une multitude de produits. Le melon est un exemple avec environ 20 grandes typologies, présentant une grande diversité en Europe et en Asie.

Le marché est fortement segmenté du fait de la grande variété des modes de production des légumes (plein champ, abris froids ou chauffés, etc.) et de la forte dispersion géographique des zones de production, créant de multiples niches dont la valeur ajoutée est particulièrement forte.

Le marché des Semences Potagères profite **(i)** de la croissance démographique, **(ii)** de l'accroissement du niveau technologique des semences dans les différents marchés et **(iii)** de l'augmentation en valeur des ventes de légumes dans les pays développés liée à un effet prix.

Tout comme le marché des Grandes Cultures, le marché mondial a connu un ralentissement en 2022 lié **(i)** au déclenchement du conflit russo-ukrainien le 24 février 2022 et ses conséquences inflationnistes et **(ii)** des effets devises défavorables (livre turque et réal brésilien).

Sur la période 2022-2027, le marché mondial des semences potagères devrait croître grâce à un effet volume positif, avec l'expansion rapide des cultures protégées et les progrès rapides des technologies de sélection, et bénéficier également d'un effet prix positif avec la hausse de la demande de semences certifiées de qualité.

VILMORIN & CIE compte étendre ses parts de marché, notamment dans les pays en développement et principalement en Asie, cette région représentant un important relais de croissance à long terme.

³³ Source : DEU 2022

Perspectives et évolution du marché des semences

A moyen-terme, la croissance du marché des semences commerciales devrait être portée **(i)** par la hausse de la demande des céréales, avec une consommation qui devrait passer de 2,6 Mds de tonnes métriques en 2018 à 2,9 Mds de tonnes métriques en 2027, **(ii)** par l'adoption rapide des cultures biotechnologiques (cf. ci-après NBT) et **(iii)** par la diminution des terres agricoles en surface par habitant qui devrait conduire les agriculteurs à se détourner des sources de semences conventionnelles vers des semences conditionnées permettant de meilleurs rendements.

A contrario, la progression du secteur pourrait être freinée par **(i)** la complexification des conditions de culture avec le changement climatique et la difficulté croissante d'accéder aux ressources naturelles comme l'eau, **(ii)** les restrictions dans l'usage de produits phytosanitaires et **(iii)** la réduction progressive des terres arables en raison de l'urbanisation, la désertification et plus globalement de la perte de qualité des sols du fait d'une utilisation intensive.

Afin de répondre à ces enjeux, de nouvelles techniques de sélection des plantes se développent sur le secteur : ce sont les « *New Breeding Techniques* » (NBT). Apparues dans les années 1990, elles désignent un ensemble de méthodes récentes qui consistent à améliorer, cibler et modifier le génome de la plante afin d'obtenir plus rapidement une variété stable par rapport aux méthodes classiques de sélection végétale. Les méthodes plus classiques procèdent par croisement de différentes variétés suivi de sélections (ce qui peut prendre plusieurs années et nécessite de disposer d'une « bibliothèque » de variétés importante). Par ailleurs, les NBT se distinguent des organismes génétiquement modifiés (OGM) par le fait que les variétés obtenues avec cette technique sont absentes d'ADN étranger.

A titre d'exemple, VILMORIN & CIE a ainsi conclu deux accords lui permettant d'accéder à la technique *Crispr*³⁴ d'édition du génome pour l'utiliser dans l'ensemble de ses travaux de sélection, ainsi que les applications commerciales potentielles, aussi bien pour les Semences Potagères que pour les Semences de Grandes Cultures :

- En 2018-2019, la Société a signé un 1^{er} accord avec le *Broad Institute* du MIT (*Massachusetts Institute of Technology*) et de Harvard, centre de recherche biomédicale et génomique situé à Cambridge aux États-Unis. Cet accord lui confère l'accès aux techniques *Crispr-Cpf1* ;
- Au cours de l'exercice 2019-2020, VILMORIN & CIE a signé un 2^{ème} accord avec la société CORTEVA AGRISCIENCE (États-Unis) et le *Broad Institute* du MIT et de Harvard. Ce contrat de licence non exclusif confère à la Société l'accès à des brevets concernant les techniques d'édition du génome *Crispr-Cas9* à usage agricole (qui est aujourd'hui l'outil d'édition du génome le plus répandu).

³⁴ Le système CRISPR/Cas9 est une technique de manipulation génétique permettant de découper, remplacer, inactiver ou modifier de l'ADN à des endroits précis.

Réglementation sectorielle

Les semences et les plants constituent des matériels végétaux vivants. Les professionnels du secteur doivent ainsi faire preuve de vigilance tout au long du processus de développement, afin de garder une qualité optimale des semences. C'est pourquoi le commerce des semences et des plants est réglementé, afin **(i)** de protéger l'alimentation des consommateurs, **(ii)** d'éviter que la responsabilité des vendeurs ne soit engagée à leur insu et **(iii)** de protéger les producteurs contre toute concurrence déloyale.

Les principales réglementations mondiales applicables à la certification des semences sont les suivantes :

- Il n'existe pas de réglementation uniformisée au niveau international, les règles évoluant en fonction des pays ou des régions économiques. Par exemple, les États-Unis n'imposent pas de certification des semences. Il existe néanmoins un système au niveau de l'OCDE qui permet de définir un corpus de règles au niveau mondial³⁵ ;
- En Europe, la réglementation stipule qu'un OGM ne peut pas être mis sur le marché ou disséminé dans l'environnement sans autorisation préalable. Cette autorisation ne peut être délivrée qu'après une étude au cas par cas des risques associés pour la santé comme pour l'environnement. À ce jour, seul le trait OGM « MON 810 » est autorisé pour la culture du maïs, mais la plupart des pays, dont la France, refusent de cultiver ce plant sur leur territoire.

³⁵ Les systèmes de semences de l'OCDE, créés en 1958, se composent de 828 règles définissant un cadre réglementaire mondial pour la certification des semences.

5. Matrice SWOT

Forces

- Forte présence en Europe sur le marché des semences Grandes Cultures.
- Leader mondial sur le marché des semences Potagères.
- Positionnement de VILMORIN & CIE sur des marchés de niche.
- Qualité de la recherche et du patrimoine génétique développé par la Société (6 000 variétés en portefeuille et plusieurs centaines de nouvelles variétés commercialisées chaque année).

Faiblesses

- Présence limitée en Amérique du Nord (hors AGRELIANT).
- Absence de taille critique par rapport aux principaux concurrents.
- Absence d'activité agrochimique par rapport aux principaux concurrents.
- Dépendance technologique auprès de certains concurrents (traits OGM).
- Taux de marge opérationnelle inférieur aux concurrents.

Opportunités

- Fortes barrières à l'entrée, compte tenu de l'importance des dépenses de R&D.
- Potentiel de croissance de l'activité de la Société en Asie et en Afrique.
- Perspectives de croissance démographique, entraînant une hausse de la demande en produits alimentaires et donc en semences.
- Croissance sur le marché du maïs.

Menaces

- Impacts du dérèglement climatique sur l'agriculture.
- Environnement économique incertain (contexte inflationniste, conflit russo-ukrainien).
- Evolutions réglementaires incertaines (OGM en Chine, NBT en Europe).

6. Analyse financière de VILMORIN & CIE

Les comptes consolidés de VILMORIN & CIE pour les 5 derniers exercices clos ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des commissaires aux comptes, KPMG jusqu'à l'exercice clos au 30 juin 2020 puis GRANT THORTON à compter de l'exercice clos au 30 juin 2021 et le cabinet VISAS 4 COMMISSARIAT en tant que co-commissaire aux comptes sur cette période.

Pour rappel, les comptes annuels de la Société clôturent au 30 juin et les comptes semestriels au 31 décembre.

6.1.1 Compte de résultat consolidé de la Société sur la période 2018 – 2022

Tableau 1 – Compte de résultat consolidé de VILMORIN & CIE entre 2018 et 2022

En M€	Avant IFRS 16	Après IFRS 16					
	2018	2019	2020	2021	2022	S1 2022	S1 2023
<i>Semences Potagères</i>	673,1	687,5	705,5	700,6	718,6	251,3	259,1
<i>Semences de Grandes Cultures</i>	623,3	649,9	677,0	716,0	816,4	298,6	432,2
<i>Produits de Jardin</i>	49,6	53,3	52,7	60,0	52,2	17,3	15,2
Chiffre d'affaires	1 346,0	1 390,7	1 435,2	1 476,6	1 587,2	567,2	706,5
<i>% de croissance</i>	<i>(4,8)%</i>	<i>3,3 %</i>	<i>3,2 %</i>	<i>2,9 %</i>	<i>7,5 %</i>	<i>7,9 %</i>	<i>24,6 %</i>
Coûts des ventes	(687,3)	(712,0)	(721,0)	(748,6)	(815,7)	(256,1)	(342,4)
Frais de recherche et développement	(194,4)	(199,5)	(216,2)	(217,0)	(227,5)	(113,1)	(120,4)
Frais marketing et commerciaux	(190,0)	(199,0)	(201,0)	(193,4)	(213,0)	(100,0)	(115,0)
Frais généraux et administratifs	(180,4)	(189,2)	(192,8)	(189,3)	(198,2)	(94,2)	(110,3)
Autres produits et charges opérationnels	3,2	23,6	5,6	(0,9)	3,5	1,9	0,8
Résultat opérationnel - EBIT	97,1	114,6	109,8	127,4	136,3	5,7	19,2
<i>% du CA</i>	<i>7,2 %</i>	<i>8,2 %</i>	<i>7,7 %</i>	<i>8,6 %</i>	<i>8,6 %</i>	<i>1,0 %</i>	<i>2,7 %</i>
<i>Semences Potagères</i>	114,8	104,3	102,8	109,1	107,2	(3,2)	(25,5)
<i>Semences de Grandes Cultures</i>	2,3	28,9	19,5	29,6	42,8	17,0	55,3
<i>Produits de Jardin</i>	(20,0)	(18,6)	(12,5)	(11,3)	(13,7)	(8,1)	(10,6)
Dotations aux amortissements et pertes de valeur	199,5	231,9	238,1	239,8	255,0	124,2	134,5
EBITDA	296,6	346,5	347,9	367,2	391,3	129,9	153,7
<i>% du CA</i>	<i>22,0 %</i>	<i>24,9 %</i>	<i>24,2 %</i>	<i>24,9 %</i>	<i>24,7 %</i>	<i>22,9 %</i>	<i>21,8 %</i>
Dotations aux amortissements et pertes de valeur	(199,5)	(231,9)	(238,1)	(239,8)	(255,0)	(124,2)	(134,5)
Résultat opérationnel - EBIT	97,1	114,6	109,8	127,4	136,3	5,7	19,2
<i>% du CA</i>	<i>7,2 %</i>	<i>8,2 %</i>	<i>7,7 %</i>	<i>8,6 %</i>	<i>8,6 %</i>	<i>1,0 %</i>	<i>2,7 %</i>
QP dans les résultats des entreprises mises en équivalence	23,3	26,0	17,9	26,3	17,9	(29,6)	(20,0)
Résultat d'exploitation	120,4	140,6	127,7	153,7	154,2	(23,9)	(0,8)
<i>% du CA</i>	<i>8,9 %</i>	<i>10,1 %</i>	<i>8,9 %</i>	<i>10,4 %</i>	<i>9,7 %</i>	<i>(4,2)%</i>	<i>(0,1)%</i>
Résultat financier	(37,9)	(44,9)	(50,2)	(44,1)	(30,5)	(16,9)	(22,2)
<i>Coût de l'endettement financier net</i>	(24,3)	(30,3)	(33,7)	(25,1)	(25,4)	(11,6)	(12,8)
<i>Autres produits et charges financiers</i>	(13,6)	(14,6)	(16,5)	(19,0)	(5,1)	(5,3)	(9,4)
<i>Intérêts financiers relatifs aux contrats de location</i>	(0,1)	(3,5)	(3,1)	(2,8)	(2,9)	(1,4)	(1,6)
Résultat avant impôt des activités poursuivies	82,4	92,2	74,4	106,8	120,8	(42,2)	(24,6)
<i>% du CA</i>	<i>6,1 %</i>	<i>6,6 %</i>	<i>5,2 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>7,6 %</i>	<i>(7,4)%</i>	<i>(3,5)%</i>
Impôts	(5,5)	(14,2)	(6,9)	(13,4)	(25,4)	2,6	10,9
Résultat net	76,9	78,0	67,5	93,4	95,4	(39,6)	(13,7)
<i>% du CA</i>	<i>5,7 %</i>	<i>5,6 %</i>	<i>4,7 %</i>	<i>6,3 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>(7,0)%</i>	<i>(1,9)%</i>
Dont attribuable aux participations ne donnant pas le contrôle	(2,8)	(4,0)	(1,3)	(1,1)	(3,2)	(0,8)	1,3
Résultat net (part du Groupe)	74,1	74,0	66,2	92,3	92,2	(40,4)	(12,4)
<i>% du CA</i>	<i>5,5 %</i>	<i>5,3 %</i>	<i>4,6 %</i>	<i>6,3 %</i>	<i>5,8 %</i>	<i>(7,1)%</i>	<i>(1,8)%</i>

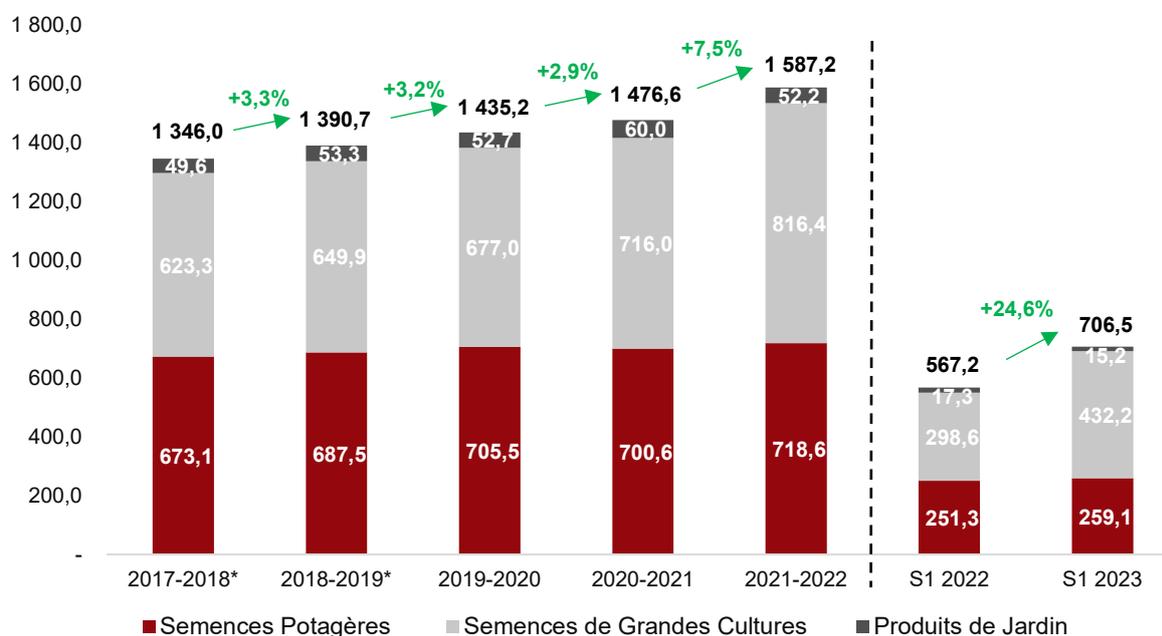
Sources : DEU 2018, 2019, 2020, 2021 et 2022 de la Société, rapports semestriels 2022 et 2023

Il convient de mentionner que l'activité est très saisonnière, aussi, le chiffre d'affaires du second semestre de l'exercice représente plus de 60% du chiffre d'affaires annuel. Les ventes sont principalement élevées au cours du 3^{ème} trimestre de l'exercice qui correspond au 1^{er} trimestre de l'année civile et qui précède la période de plantations qui intervient au printemps.

Ainsi, les résultats semestriels au 31 décembre ne sont pas représentatifs des performances annuelles de la Société.

Chiffre d'affaires

Figure 14 – Évolution du chiffre d'affaires de VILMORIN & CIE entre 2018 et le 1^{er} semestre 2023 (en M€)



* Depuis l'exercice 2014-2015, VILMORIN & CIE applique la norme IFRS 11 pour ses comptes consolidés, résultant en la mise en équivalence de certaines sociétés. Par conséquent, les chiffres d'affaires présentés ci-dessus tiennent compte de l'application de la norme IFRS 11 et n'intègrent pas le chiffre d'affaires réalisé par les sociétés mises en équivalence et notamment AGRELIANT.

Sources : DEU 2018, 2019, 2020, 2021 et 2022 de la Société, rapports semestriels 2022 et 2023, analyses FINEXSI

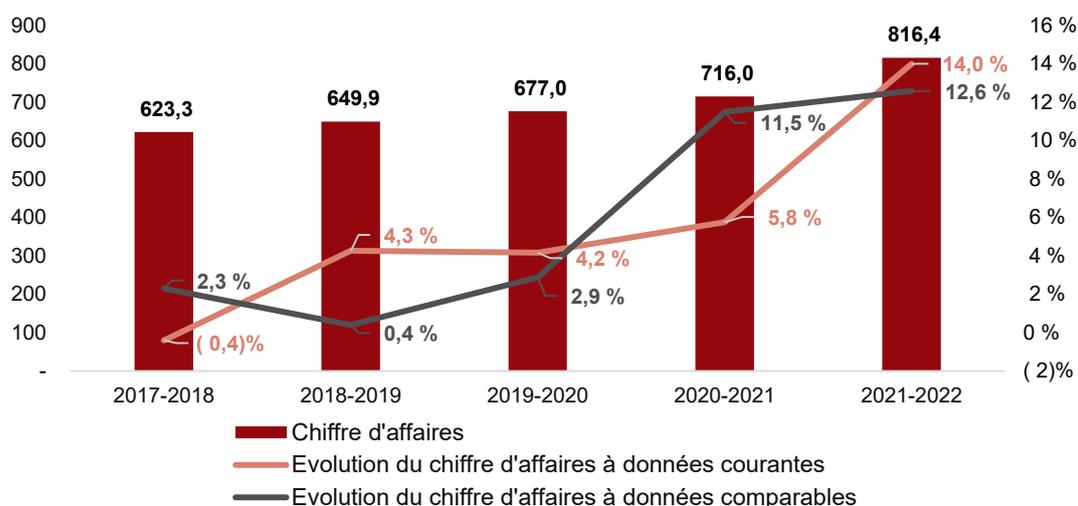
Entre 2018 et 2022, le chiffre d'affaires de la Société a été généré quasi-exclusivement par ses activités Semences Potagères et Semences de Grandes Cultures, dont les contributions s'élèvent en moyenne, respectivement, à 48,3% et 48,0% sur la période. Toutefois, depuis l'exercice 2020-2021, le chiffre d'affaires des Semences de Grandes Cultures est supérieur à celui des Semences Potagères.

Sur la période 2018-2022, VILMORIN & CIE a enregistré une croissance continue de son activité. Le chiffre d'affaires a progressé de 1 346,0 M€ en 2018 à 1 587,2 M€ en 2022 (+17,9%) soit à un rythme annuel moyen de +4,2% à données courantes, et de +4,4% à données comparables. VILMORIN & CIE réalisant la majorité de son chiffre d'affaires à l'étranger, une grande partie de ses revenus sont libellés en devises étrangères et donc soumis au risque de change. Ces variations de change expliquent la différence entre la croissance à données courantes et celle à données comparables.

Sur la période précitée, la croissance a principalement été portée par l'activité de Semences Grandes Cultures dont la progression annuelle moyenne a été de +7,0% à données courantes contre +1,6% pour l'activité Semences Potagères.

L'évolution annuelle du chiffre d'affaires consolidé de l'activité Semences de Grandes Cultures, à données courantes ainsi qu'à données comparables, est résumée comme suit.

Figure 15 – Evolution annuelle du chiffre d'affaires de l'activité Semences de Grandes Cultures

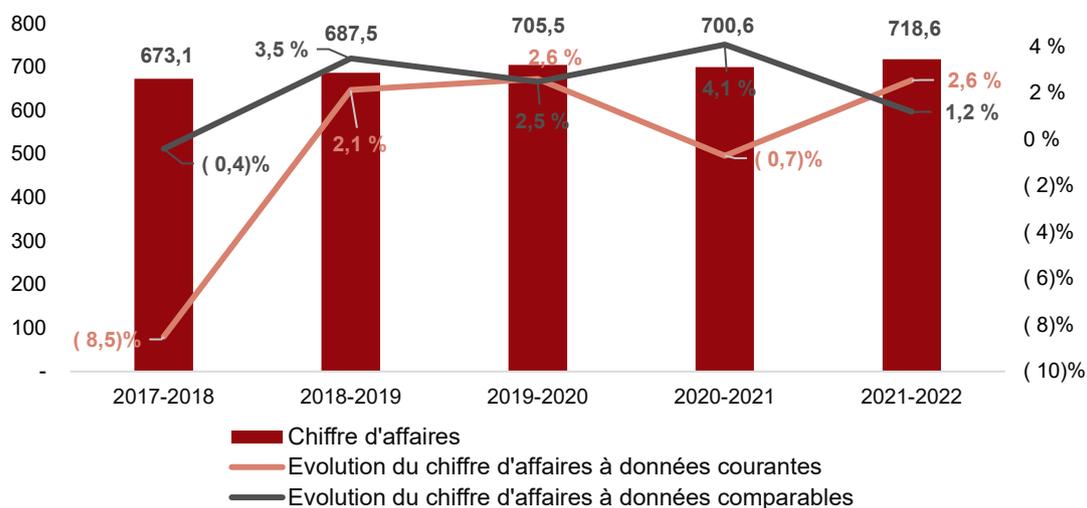


Sources : DEU 2018, 2019, 2020, 2021 et 2022 de la Société, rapports semestriels 2022 et 2023, analyses FINEXSI

Ce sont principalement des gains de part de marché qui sont à l'origine de la croissance de l'activité. L'Europe de l'Est affiche un taux de croissance élevé porté par le colza. En Amérique du Sud, les semences de maïs et de soja ont bénéficié des deux acquisitions (en Argentine et au Brésil) réalisées fin 2018. Enfin, les tensions géopolitiques et le contexte économique ont permis à VILMORIN de rehausser ses prix.

L'évolution annuelle du chiffre d'affaires consolidé de l'activité de Semences Potagères, à données courantes ainsi qu'à données comparables, est présentée ci-après :

Figure 16 – Evolution annuelle du chiffre d'affaires de l'activité Semences Potagères



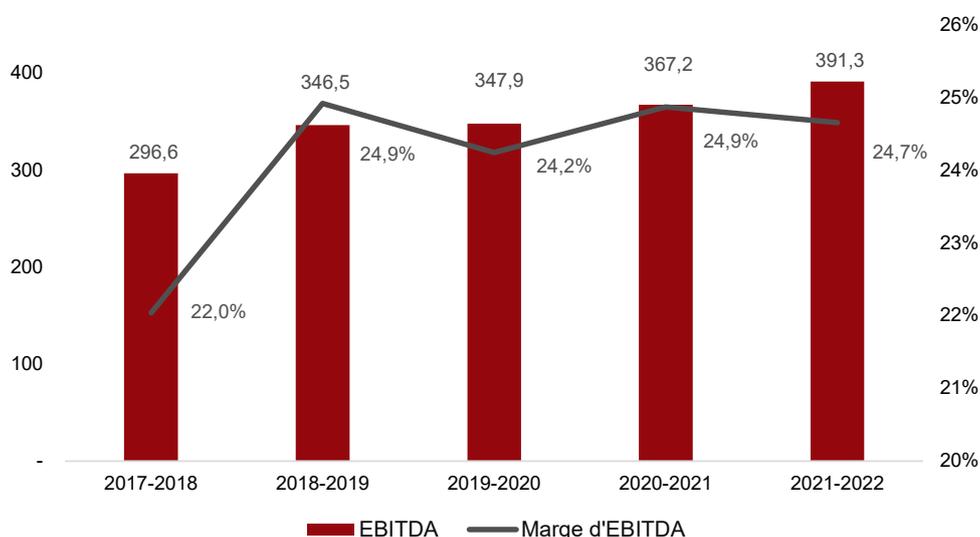
Sources : DEU 2018, 2019, 2020, 2021 et 2022 de la Société, rapports semestriels 2022 et 2023, analyses FINEXSI

L'activité des Semences Potagères a progressé à un rythme annuel moyen de +1,6% sur la période analysée. Les principaux leviers de croissance de cette activité (en volume) ont été notamment, les gains de part de marché concernant la tomate et la carotte en Amérique du Sud. Les hausses de prix passées au cours du dernier exercice en raison des tensions géopolitiques et de leurs effets sur les marchés agricoles ont également généré de la croissance.

Marge d'EBITDA et taux de marge d'EBITDA

Nous présentons ci-après l'évolution de la marge d'EBITDA et du taux de marge d'EBITDA exprimée en pourcentage du chiffre d'affaires, de VILMORIN & CIE entre 2018 et 2022.

Figure 17 – Evolution de la marge et du taux de marge d'EBITDA de Vilmorin & Cie et sur la période du 30 juin 2018 au 30 juin 2022 (en %)

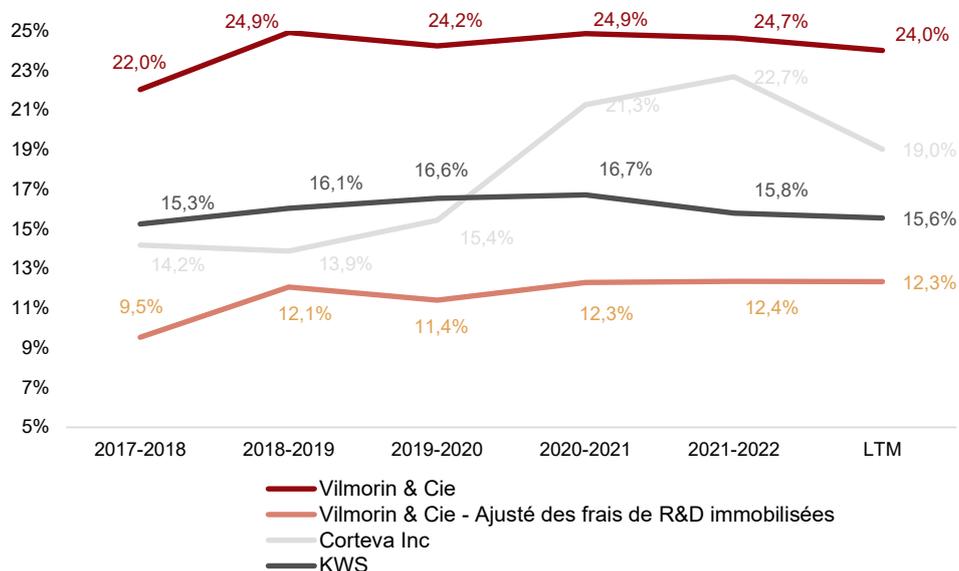


Sources : DEU 2018, 2019, 2020, 2021 et 2022 de la Société, analyses FINEXSI

Les achats représentatifs du coût des ventes sont le principal poste de charge de VILMORIN & CIE. Ils en représentent en moyenne 51% du chiffre d'affaires, soit 735 M€ par an. L'évolution de ces coûts reflète par nature l'évolution de l'activité de VILMORIN & CIE. Sur la période observée, la croissance annuelle moyenne des coûts des ventes s'établit à 4,4%, légèrement supérieure à la progression du chiffre d'affaires de 4,2%. Ces coûts des ventes intègrent les « coûts aux champs », associés à la production physique des semences.

Les dépenses opérationnelles constitutives de l'EBIT comprennent par destination les frais de recherche et développement (R&D)³⁶, des frais de marketing ainsi que des frais généraux et d'administration. Pour VILMORIN & CIE, l'activité de R&D est déterminante pour assurer son développement. Ces coûts ont progressé à un rythme soutenu de 4% en moyenne par an. Ils représentent la part la plus importante des coûts opérationnels (35,5%). Sur la période analysée, le montant moyen annuel alloué aux dépenses de R&D s'établit à 210,9 M€, soit 14,6% du chiffre d'affaires. Ces montants sont à analyser avec la part des dépenses de R&D immobilisées par la Société (cf. ci-après).

³⁶ Correspond aux frais constatés en charges de l'exercice (15% des coûts annuels) et à l'amortissement, sur une durée de 5 ans, des dépenses qui sont capitalisées (85% des coûts annuels environ).

Taux de marge d'EBITDA de VILMORIN & CIE par rapport à ses comparables**Figure 28 – Evolution du taux de marge d'EBITDA de Vilmorin et de ses comparables sur la période 2018-2022 (en %)**

Sources : DEU sociétés, CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Il existe une différence de traitement comptable des frais de R&D entre VILMORIN & CIE et les autres principaux acteurs du secteur, ce qui a une incidence directe sur les montants de l'EBITDA et le niveau de profitabilité opérationnelle affichée.

En effet, VILMORIN & CIE capitalise une grande partie de ses frais de R&D (environ 85%) en tant qu'immobilisations incorporelles puis procède à leur amortissement sur une période de 5 années tandis que les principaux acteurs du marché constatent la totalité de leurs frais de R&D en charges de l'exercice au cours duquel ils sont supportés. Ces dernières viennent donc en diminution de l'EBITDA³⁷. En conséquence, il existe, concernant la Société, un écart significatif entre le taux de marge d'EBITDA et le taux de marge d'EBITDA ajusté des frais de R&D. Sur la période observée, l'écart moyen entre ces deux taux est d'environ 12,6 points.

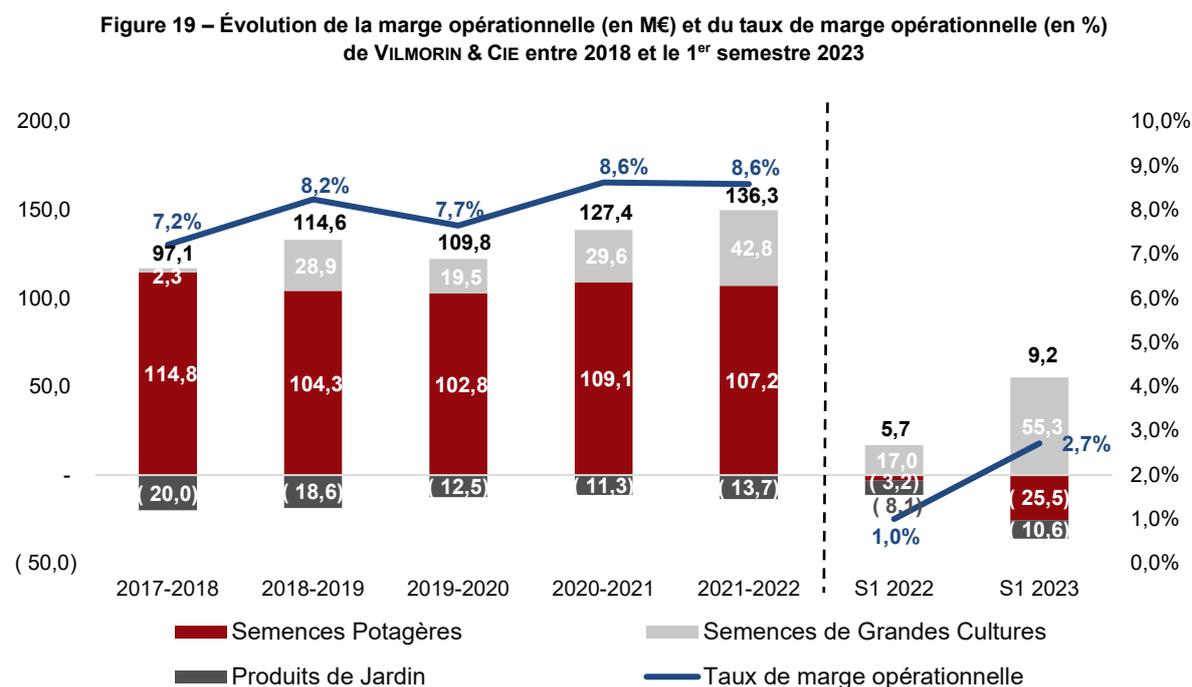
³⁷ La charge d'amortissement vient impacter le montant de l'EBIT en revanche, elle n'impacte pas l'EBITDA.

La marge d'EBITDA ajustée de VILMORIN & CIE après ce retraitement est inférieure à celles des autres sociétés du secteur. Sur la base des informations communiquées, cet écart à données comparables s'explique principalement comme suit :

- CORTEVA présente un mix produits différent : la moitié de son chiffre d'affaires est réalisé sur des activités de semences, le reste étant lié aux activités de protection des cultures, offrant une meilleure profitabilité ;
- KWS, est certes un pure *player* semencier, tout comme VILMORIN & CIE, mais il bénéficie d'une position très dominante concernant la betterave sucrière (plus de 30% de son chiffre d'affaires) qui a généré sur la période 2020-2022, une marge opérationnelle moyenne s'élevant à 37,2%, très supérieure à celle de VILMORIN & CIE.

Marge opérationnelle et taux de marge opérationnelle - EBIT

Nous présentons ci-après l'évolution de la marge opérationnelle et du taux de marge opérationnelle, exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires, de VILMORIN & CIE entre 2018 et le 1^{er} semestre 2023.



Sources : DEU 2018, 2019, 2020, 2021 et 2022 de la Société, rapports semestriels 2022 et 2023, analyses FINEXSI

La marge opérationnelle de la Société s'est améliorée de 1,4 point sur la période analysée en raison notamment de la croissance du secteur des Semences de Grandes Cultures et parallèlement à la progression de la marge opérationnelle. Cette amélioration s'explique notamment par l'expansion des marchés en Amérique du Sud qui conduit la Société à atteindre une taille critique sur ces marchés.

Malgré cette évolution favorable, le taux de marge des Semences de Grandes Cultures demeure inférieur à celui des Semences Potagères (qui est en moyenne de 15,5% sur la période analysée).

La marge opérationnelle plus élevée de l'activité Semences Potagères s'explique notamment par le fait que VILMORIN & CIE est le leader dans ce secteur, en détenant des parts significatives de marché depuis plusieurs années. La présence de la Société sur les principales cultures (tomates et carottes entre autres) lui permet d'atteindre une taille critique. Elle bénéficie également d'un positionnement fort sur une multitude de marchés de niches, et ce, dans différentes régions du monde.

Nous remarquons néanmoins une érosion progressive de la marge de 2,1 points sur la période, en raison d'un changement de mix produits intervenu depuis 2019 et à une augmentation des coûts de production sur certaines espèces stratégiques.

La marge inférieure des Semences de Grandes Cultures est principalement liée au fait que Vilmorin se trouve en position de *challenger* pour cette activité. L'intensité concurrentielle étant plus forte dans ce secteur et les volumes plus importants, les principaux acteurs profitent ainsi de leur taille critique et des économies d'échelles qui en découlent. En tant que semencier pur, VILMORIN & CIE doit également payer des redevances auprès d'agrochimistes³⁸ pour inclure leurs traits génétiques (OGM) aux produits phytosanitaires. Pour se différencier, VILMORIN & CIE a fait le choix de se développer sur des marchés de niches, à forte valeur ajoutée comme le colza ou le tournesol, qui sont très répandus en Europe, la zone où le groupe a la position la plus forte.

Résultat des participations mises en équivalence

Le résultat d'exploitation intègre, à la différence du résultat opérationnel, la quote-part dans les résultats des entreprises mises en équivalence, comprenant notamment AGRELIANT (Grandes Cultures en Amérique du Nord) et SEED CO (Grandes Cultures en Afrique). La participation mise en équivalence la plus contributive est AGRELIANT.

Compte tenu de la saisonnalité de l'activité le montant des résultats opérationnels pour les sociétés concernées n'est pas comparable entre la clôture annuelle et les données semestrielles.

Au titre de l'exercice en cours, le Groupe prévoit une diminution des résultats liés à ces participations et notamment AGRELIANT, du fait d'une dynamique commerciale moins bonne que l'an passé, que ce soit sur les semences de blé ou de maïs³⁹.

Résultat net

Le résultat financier est négatif à -30,5 M€ en 2022 et correspond essentiellement au coût de l'endettement financier net (-25,4 M€). Entre 2018 et 2022, le résultat financier s'est établi en moyenne à -41,5 M€.

³⁸ Précédemment MONSANTO, racheté par BAYER et, depuis 2015 une diversification avec SYNGENTA

³⁹ Source : Communiqué chiffre d'affaires 3^{ème} trimestre en date du 28 avril 2023

Au regard de ces éléments, le résultat net de VILMORIN & CIE s'élève à 92,2 M€ au 30 juin 2022, alors que le résultat moyen sur 2018-2022 est de 79,8 M€ (soit 5,5% du chiffre d'affaires consolidé). Sur le 1^{er} semestre 2023 de l'exercice en cours, la Société a enregistré une perte de -12,4 M€, en amélioration de 28 M€ par rapport au premier semestre de l'exercice précédent du fait de l'évolution du résultat opérationnel porté par les Semences de Grandes Cultures.

6.1.2 Bilan consolidé de la Société sur la période 2018 – 2022

L'évolution du bilan consolidé de VILMORIN & CIE entre le 30 juin 2018 et le 31 décembre 2022 est résumée ci-après :

Tableau 2 – Bilan consolidé de Vilmorin & Cie du 30 juin 2018 au 31 décembre 2022

En M€	Avant IFRS 16	Après IFRS 16					
	2018 30.06.2018	2019 30.06.2019	2020 30.06.2020	2021 30.06.2021	2022 30.06.2022	S1 2022 31.12.2021	S1 2023 31.12.2022
Ecart d'acquisition	368,9	434,8	434,9	429,5	455,5	435,7	447,0
Immobilisations incorporelles	692,7	739,5	737,7	741,5	774,1	755,0	774,8
Immobilisations corporelles	290,2	292,4	288,9	297,6	319,0	294,4	303,6
Participations mises en équivalence	321,9	349,1	349,9	385,0	411,5	368,5	380,0
Actifs financiers non courants	14,4	29,9	34,5	24,6	21,4	24,3	19,3
Impôts différés	22,3	25,0	24,9	28,3	30,0	33,4	31,0
Droits d'utilisation (IFRS 16)	-	68,7	63,2	61,6	88,0	80,3	81,0
Actif non courant	1 710,4	1 939,4	1 934,0	1 968,1	2 099,5	1 991,6	2 036,7
Stocks	474,0	533,7	528,7	504,8	583,8	738,2	847,8
Clients et autres débiteurs (nets)	514,5	526,7	494,1	505,5	557,7	519,9	598,1
Trésorerie et équivalents de trésorerie	196,7	248,7	235,2	280,5	321,3	219,5	296,0
Actif courant	1 185,2	1 309,1	1 258,0	1 290,8	1 462,8	1 477,6	1 741,9
Total Actif	2 895,6	3 248,5	3 192,0	3 258,9	3 562,3	3 469,2	3 778,6
Capital social	317,7	349,5	349,5	349,5	349,5	349,5	349,5
Primes d'émissions	332,4	300,6	300,6	300,6	300,6	300,6	300,6
Réserves consolidées	500,9	543,5	559,3	638,5	687,4	675,0	755,2
Autres	44,0	39,7	5,4	(7,4)	97,1	(88,9)	(45,9)
Capitaux propres	1 304,7	1 321,2	1 229,8	1 329,0	1 483,4	1 279,1	1 403,5
Avantages du personnel	57,4	61,7	69,1	49,0	36,3	51,3	31,9
Emprunts et passifs financiers	758,3	964,0	600,0	994,8	1 088,3	1 023,8	1 182,7
Dettes locatives non courantes	-	52,1	46,2	43,0	63,1	58,6	60,7
Passifs d'impôts différés	97,1	99,3	93,1	92,4	101,0	97,2	102,6
Passif non courant	912,8	1 177,1	808,4	1 179,2	1 288,7	1 230,9	1 377,9
Provisions courantes	15,5	15,2	18,3	16,8	13,8	12,2	7,8
Autres emprunts et passifs financiers	204,3	196,2	572,9	157,3	134,1	326,1	331,6
Dettes locatives courantes	-	20,4	20,2	19,7	24,3	21,7	23,0
Produits différés	29,6	29,0	29,3	29,7	31,0	30,1	31,5
Fournisseurs et autres créditeurs	428,7	489,4	513,1	527,2	587,0	569,1	603,3
Passif courant	678,1	750,2	1 153,8	750,7	790,2	959,2	997,2
Total Passif	2 895,6	3 248,5	3 192,0	3 258,9	3 562,3	3 469,2	3 778,6

Sources : DEU 2018, 2019, 2020, 2021 et 2022 de la Société, rapports semestriels 2022 et 2023, analyses FINEXSI

Actifs immobilisés

Les écarts d'acquisition (455,5 M€ au 30 juin 2022 et 447,0 M€ au 31 décembre 2022) représentent près de 12,0% du total bilan. Ils sont essentiellement liés à :

- L'activité Semences de Grandes Cultures pour 338,7 M€.

Ceux concernant les activités de Semences Potagères s'élèvent à 116,8 M€ et se ventilent comme suit en fonction des UGT retenues par le Groupe :

- UGT HM.CLAUSE : 92,3 M€ ;
- UGT VILMORIN-MIKADO : 16,8 M€ ;
- UGT HAZERA : 4,5 M€.

Le solde, soit 3,2 M€, est relatif à l'UGT Produits de Jardin.

La croissance du montant des écarts d'acquisitions constatés en 2018 s'explique par l'acquisition de deux sociétés en Amérique Latine (Sursem et Geneze) pour 122,9 M€.

Les immobilisations incorporelles, soit 774,8 M€ au 31 décembre 2022, représentent 21,7% du total bilan, et sont composées à cette date :

- Du matériel génétique pour 301,9 M€ constitué des ressources végétales acquises et constatées lors des regroupements d'entreprises ;
- Des coûts de développement capitalisés (pour 384,1 M€) ;
- D'autres immobilisations incorporelles (pour 88,8 M€).

La durée de vie du matériel génétique est considérée par la Direction comme indéfinie. Dès lors cet actif n'est pas amorti et fait l'objet de tests de dépréciation au niveau des UGT auxquelles il est alloué sur une base annuelle lors de la clôture des comptes, afin de s'assurer que sa valeur comptable ne présente pas de risque de perte de valeur.

Le traitement comptable du matériel génétique dans les comptes de la Société fait l'objet d'une mention dans les justifications des appréciations-points clés de l'audit du rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés.

Les immobilisations corporelles (303,6 M€ au 31 décembre 2022) sont principalement composées de constructions et agencements (pour 142,3 M€) et d'équipements industriels (pour 65,6 M€).

Les participations mises en équivalence (380,0 M€ au 31 décembre 2022) représentent près de 10% du bilan. Au 31 décembre 2022, la Société comptait 18 sociétés comptabilisées en participations mises en équivalence, dont les deux plus importantes sont AGRELIANT GENETICS LLC (dont la valeur comptable s'élève à 177,9 M€) et SEED CO INTERNATIONAL (à hauteur de 54,1 M€).

Au 30 juin 2022, VILMORIN & CIE disposait de déficits fiscaux pour un montant total de 237,6 M€, dont 124,1 M€ sont activés représentant 21,6 M€ d'impôts différés actifs.

La trésorerie s'élève à 296,0 M€ au 31 décembre 2022.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

L'évolution du besoin en fonds de roulement de VILMORIN & CIE entre le 30 juin 2018 et le 31 décembre 2022 est présentée ci-après.

Tableau 3 – Besoin en fonds de roulement (BFR) de VILMORIN & CIE entre le 30 juin 2018 et le 31 décembre 2022

En M€	Avant IFRS 16	Après IFRS 16					
	2018 30.06.2018	2019 30.06.2019	2020 30.06.2020	2021 30.06.2021	2022 30.06.2022	S1 2022 31.12.2021	S1 2023 31.12.2022
Stocks et en-cours	474,0	533,7	528,7	504,8	583,8	738,2	847,8
Clients et autres débiteurs (nets)	514,5	526,7	494,1	505,5	557,7	519,9	598,1
Produits différés	(29,6)	(29,0)	(29,3)	(29,7)	(31,0)	(30,1)	(31,5)
Fournisseurs et autres créditeurs	(428,7)	(489,4)	(513,1)	(527,2)	(587,0)	(569,1)	(603,3)
BFR	530,2	542,0	480,4	453,4	523,5	658,9	811,1
<i>Variation</i>	<i>n.a.</i>	<i>(11,8)</i>	<i>61,6</i>	<i>27,0</i>	<i>(70,1)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>BFR en jours de chiffre d'affaires</i>	<i>144</i>	<i>142</i>	<i>122</i>	<i>112</i>	<i>120</i>	<i>158</i>	<i>172</i>

Comme le montre ce tableau, le niveau de besoin en fonds de roulement exprimé en jours de chiffre d'affaires présente des variations importantes entre la clôture annuelle au 30 juin et la clôture semestrielle. Cette situation est liée à la saisonnalité de l'activité qui est plus élevée sur le deuxième semestre de l'exercice et notamment au niveau du troisième trimestre correspondant aux mois de janvier à mars, la période de plantation des principales cultures intervenant au printemps.

Le niveau de BFR à la clôture de l'exercice, soit au 30 juin, correspond ainsi à un point bas par rapport aux évolutions constatées mensuellement et n'est donc pas représentatif de la situation de la Société en termes de BFR sur la durée de l'exercice.

Ainsi, dans le cadre de nos travaux d'évaluation, nous avons fait le choix de retenir un BFR moyen sur l'année (dis « BFR normatif ») permettant de traduire de manière plus réaliste le niveau de BFR de la Société.

Endettement financier net

L'évolution de l'endettement financier net de VILMORIN & CIE entre le 30 juin 2018 et le 31 décembre 2022 est présentée ci-après.

Tableau 4 – Endettement financier net de VILMORIN & CIE entre le 30 juin 2018 et le 31 décembre 2022

En M€	Avant IFRS 16		Après IFRS 16				
	2018 30.06.2018	2019 30.06.2019	2020 30.06.2020	2021 30.06.2021	2022 30.06.2022	S1 2022 31.12.2021	S1 2023 31.12.2022
Emprunts bancaires	-	(283,8)	(346,0)	(333,9)	(359,8)	(479,0)	(662,3)
Emprunts obligataires	(342,6)	-	(450,0)	(500,0)	(550,0)	(550,0)	(546,0)
Autres dettes financières	(620,0)	(876,4)	(376,9)	(318,2)	(312,6)	(320,9)	(306,0)
Endettement financier brut	(962,6)	(1 160,2)	(1 172,9)	(1 152,1)	(1 222,4)	(1 349,9)	(1 514,3)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	196,7	248,7	235,2	280,5	321,3	219,5	296,0
Endettement financier net (hors IFRS 16)	(765,9)	(911,5)	(937,7)	(871,6)	(901,1)	(1 130,4)	(1 218,3)
Dettes locatives (IFRS 16)	-	(72,5)	(66,4)	(62,7)	(87,4)	(80,3)	(83,7)
Endettement financier net (avec IFRS 16)	(765,9)	(984,0)	(1 004,1)	(934,3)	(988,5)	(1 210,7)	(1 302,0)

Sources : DEU 2018, 2019, 2020, 2021 et 2022 de la Société, rapports semestriels 2022 et 2023, analyses FINEXSI

La Société se trouve en situation de dette financière nette de manière structurelle sur l'ensemble de la période observée. Cette structure financière résulte principalement du financement des acquisitions réalisées par la Société et des investissements de R&D significatifs.

Au 30 juin 2022, l'endettement financier brut de VILMORIN & CIE s'élève à 1 222,4 M€ et est composé (i) d'emprunts bancaires pour 359,8 M€⁴⁰, (ii) d'emprunts obligataires pour 550,0 M€⁴¹ et (iii) d'autres dettes financières pour 312,6 M€⁴².

Comme indiqué ci-dessus, au 31 décembre 2022, l'endettement financier brut de VILMORIN & CIE s'élève à 1 514,3 M€.

⁴⁰ Principalement : un emprunt d'un montant d'origine de 130 M€ (consenti à VILMORIN & CIE), d'un encours résiduel de 20,0 M€ au 30 juin 2022 ; Un emprunt d'un montant d'origine de 100 M€ (consenti à VILMORIN & CIE), d'un encours résiduel du même montant au 30 juin 2022 ; Un emprunt d'un montant d'origine de 250 M€ (consenti à VILMORIN & CIE), d'un encours résiduel de 182,0 M€ au 30 juin 2022 ; Un crédit syndiqué d'un montant d'origine de 90 MUSD (consenti à VILMORIN & CIE), d'un encours résiduel du même montant au 30 juin 2022.

⁴¹ Un emprunt émis le 26 mars 2021 d'un montant de 450,0 M€ (au taux coupon de 1,375%) et remboursable *in fine* le 26 mars 2028 ; Un emprunt émis le 18 juin 2021 d'un montant de 50,0 M€ (au taux coupon de 1,79%) et remboursable *in fine* le 18 juin 2031 ; Un emprunt émis le 17 décembre 2021 d'un montant de 50,0 M€ (au taux de 1,83%) et remboursable *in fine* le 18 juin 2031.

⁴² Notamment : un placement privé « *Schuldschein* » d'un montant d'origine de 130 M€ et d'un encours résiduel de 20,0 M€ au 30 juin 2022 ; Un placement privé « *Schuldschein* » d'un montant d'origine de 100,0 M€ et d'un encours résiduel du même montant au 30 juin 2022 ; Un placement privé « *Schuldschein* » d'un montant d'origine de 250,0 M€ et d'un encours résiduel de 182,0 M€ au 30 juin 2022.

6.1.3 Flux de trésorerie consolidés de la Société sur la période 2018 – 2022

Nous présentons ci-après l'évolution des flux de trésorerie de VILMORIN & CIE entre l'exercice 2017-2018 et le 1^{er} semestre de l'exercice 2022-2023.

Tableau 5 – Flux de trésorerie de VILMORIN & CIE entre 2017-2018 et le 1er semestre 2022-2023

En M€	Avant IFRS 16		Après IFRS 16			
	2018	2019	2020	2021	2022	S1 2023
Résultat net	76,9	78,0	67,5	93,4	95,4	(13,7)
Quote-part MEQ	(6,0)	(19,0)	(12,6)	(21,8)	(7,9)	25,7
Elements sans incidence sur la trésorerie	193,8	200,4	225,4	228,4	255,4	127,0
Variation du BFR	(63,8)	(9,9)	58,6	42,1	(49,7)	(239,7)
Dividendes reçus de participations non consolidées	-	-	(0,1)	-	-	-
Flux de trésorerie opérationnels	200,9	249,5	338,8	342,1	294,0	(100,7)
Cession d'immobilisations	3,4	33,2	5,8	7,4	2,7	1,2
Acquisitions d'immobilisations non financières	(222,9)	(240,2)	(248,3)	(242,3)	(251,1)	(116,3)
Variation des actifs financiers	(3,1)	(15,3)	(5,3)	6,5	4,2	0,7
Cessions de sociétés sous déduction de la trésorerie cédée	-	(124,0)	1,5	2,6	(0,1)	-
Incidence des décalages de trésorerie	(0,5)	9,1	(4,5)	4,1	(9,3)	(10,9)
Cessions de VMP	-	-	-	-	-	9,8
Flux de trésorerie liés aux investissements	(223,1)	(337,2)	(250,8)	(221,7)	(253,6)	(115,5)
Variation des capitaux propres	-	(2,2)	0,7	0,7	(2,5)	-
Emission / Remboursement d'emprunts	6,6	178,7	18,3	(14,3)	58,2	294,8
Dividendes reçus / Dividendes versés	(35,3)	(30,7)	(31,6)	(23,9)	(37,4)	(38,1)
Emission / Remboursement de dettes locatives	-	(4,2)	(4,2)	(25,1)	(26,5)	(14,2)
Autres	-	(3,2)	(67,9)	(10,5)	0,7	(35,4)
Flux de trésorerie liés aux financements	(28,7)	138,4	(84,7)	(73,1)	(7,5)	207,1
Variation de trésorerie	(59,6)	51,9	(13,5)	45,3	40,8	(25,3)
Trésorerie à l'ouverture	256,3	196,7	248,7	235,2	280,5	321,3
Trésorerie à la clôture	196,7	248,6	235,2	280,5	321,3	296,0

Sources : DEU 2018, 2019, 2020, 2021 et 2022 de la Société, rapports semestriels 2022 et 2023, analyses FINEXSI

Sur la période observée, les flux de trésorerie opérationnels générés par VILMORIN & CIE reflètent l'activité de la Société. Le flux négatif sur le 1^{er} semestre 2022-2023 est lié à la saisonnalité de l'activité d'une part et au niveau supérieur du BFR en fin d'année. Les flux liés aux investissements demeurent quant à eux relativement stables, à hauteur de 240 M€ par an en moyenne entre 2018 et 2022. La Société n'a pas réalisé d'augmentation de capital depuis le 30 juin 2018 et les opérations de croissance externe ont été, notamment au cours de l'exercice 2018-2019, financées par la trésorerie disponible et de nouveaux emprunts.

Comme expliqué *supra*, l'écart conséquent de variation de BFR au S1 2023 par rapport aux niveaux observés sur une base annuelle entre 2018 et 2022, s'explique par la saisonnalité marquée de l'activité de VILMORIN & CIE.

En effet, le chiffre d'affaires réalisé au cours du 1^{er} semestre de l'exercice est structurellement bas, celui-ci représentant généralement moins de 35% du chiffre d'affaires total de l'exercice de la Société⁴³, créant une distorsion entre **(i)** les niveaux de stocks et de créances clients de VILMORIN & CIE élevés (de par le fait que la Société facture des commandes au cours du 1^{er} semestre qui ne seront réglées qu'au cours du 2nd semestre et que la Société accumule des stocks en vue de la livraison des commandes) et **(ii)** les niveaux de dettes fournisseurs et autres dettes, qui sont en revanche peu soumis à des effets significatifs de saisonnalité.

⁴³ Source : Rapport semestriel 2022-2023

7. Evaluation des actions de la société VILMORIN & CIE

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritère de VILMORIN & CIE dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

7.1 Références et Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

7.1.1 Actif net comptable

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise (car n'intégrant pas les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs).

Pour information, les derniers actifs nets comptables consolidés (part du groupe) publiés au 30 juin 2022 et 31 décembre 2022 s'établissent respectivement à 1 434,6 M€ (soit une valeur par action de 62,6€) et 1 359,4 M€ (soit une valeur par action de 59,4€).

Nous relevons que le niveau élevé de ces valeurs par action s'explique par le poids des immobilisations incorporelles à l'actif du bilan de la Société, et particulièrement du matériel génétique dont la durée de vie est considérée indéfinie, et qui n'est donc pas amorti.

7.1.2 Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et que les acquisitions et cessions de tels actifs constituent leur processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de VILMORIN & CIE.

7.1.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode qui consiste à analyser les dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la Société, et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

Pour ces raisons, la mise en œuvre de cette méthode ne nous semble pas pertinente.

7.1.4 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où seules des approches en continuité d'exploitation permettent de valoriser les actions VILMORIN & CIE SA.

7.2 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritère qui comprend les références et méthodes d'évaluation présentées ci-après.

À titre principal :

- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (*Discounted Cash Flows* ou DCF) sur la base du plan d'affaires 2023E-2028E de la Société (§7.3.2).

A titre secondaire, les méthodes suivantes :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés par des sociétés cotées comparables (§7.3.3) ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés lors de transactions portant sur des sociétés comparables (§0) ;
- L'analyse du cours de bourse du titre Vilmorin & Cie SA (§7.3.5) ;
- Les objectifs de cours de bourse des analystes (§7.3.6).

Nous détaillons dans leur examen, notre appréciation sur la pertinence relative de chacun de ces critères.

7.3 Mise en œuvre de la valorisation de VILMORIN & CIE

7.3.1 Données de référence de VILMORIN & CIE

7.3.1.1 Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 31 mars 2023 (22 917 292 actions), diminué du nombre d'actions auto-détenues (6 594 actions) à cette même date, à savoir 22 910 698 actions (cf. §3.1).

7.3.1.2 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise (VE) à la valeur des fonds propres (VFP) ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière de VILMORIN & CIE tels qu'ils sont mentionnés dans les comptes consolidés semestriels au 31 décembre 2022 qui ont fait l'objet d'une attestation par les commissaires aux comptes.

La dette nette ajustée au 31 décembre 2022 correspondant au passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres a été déterminée comme suit :

Tableau 6 – Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de VILMORIN & CIE au 31 décembre 2022

en m€	31/12/2022
Trésorerie et équivalents de trésorerie	296
Emprunts bancaires	(662)
Emprunts obligataires	(546)
Composante dettes des ORA	(3)
Autres dettes financières	(288)
Comptes courants	(6)
Intérêts courus	(9)
Trésorerie / (dette) nette	(1 218)
Participations mises en équivalence	380
Actifs financiers non courants	19
Impôts différés (déficits reportables)	28
Provisions pour avantages au personnel (IDR) net des impôts différés	(24)
Obligations locatives (IFRS 16)	(84)
Intérêts minoritaires	(44)
Impact du contrat de liquidité sur le premier trimestre 2023	0
Ajustements	276
Passage de la Valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	(943)
Ajustement BFR	(265)
Passage de la VE à la VFP (après ajustement BFR)	(1 208)

Source : Société

Comme présenté en §6.1.2, l'endettement financier net (hors prise en compte de la dette IFRS 16) s'établit à -1 218 M€ au 31 décembre 2022 et se compose principalement d'emprunts bancaires (-662 M€), d'emprunts obligataires (-546 M€), d'autres dettes (-288 M€) et de trésorerie et équivalent de trésorerie (+296 M€).

Nous avons ajusté l'endettement financier net des principaux éléments suivants :

- Les titres de participation mis en équivalence pour leurs valeurs comptables au 31 décembre 2022, soit 380 M€.

Les valeurs comptables des principales sociétés mises en équivalence (AGRELIANT, SEEDCO INTERNATIONAL et SEEDCO LIMITED) sont très proches de leur valeur réelle, déterminée dans le cadre de nos travaux de valorisation effectués à partir des prévisions de résultats nets sur la période 2023-2028 qui nous ont été communiqués ;

- Les autres actifs non courants constitués de prêts et de titres de participations non consolidés pour un montant de 19 M€ ;
- Les impôts différés relatifs au stock de déficits fiscaux reportables considérés comme activables, pour un montant de 28 M€. Les économies d'impôts générées par la consommation de ces déficits ne sont pas retenues en diminution de la charge d'impôts pour la détermination des flux d'exploitation prévisionnels servant de référence à la mise en œuvre de l'approche DCF.

Nous avons obtenu la ventilation des déficits fiscaux qui n'ont pas donné lieu à la comptabilisation d'un actif d'impôts différés dans les comptes consolidés au 30 juin 2022.

Nous avons retenu, en complément des économies d'impôts comptabilisées au titre des déficits fiscaux jugés recouvrables les impôts différés actifs concernant les déficits fiscaux non-activés relatifs à VILMORIN & CIE. Nous n'avons en revanche pas tenu compte de ceux des filiales étrangères, pour lesquelles les perspectives d'utilisation de ces déficits ne sont pas établies.

- Les provisions pour avantages au personnel (IDR) nettes des impôts différés pour un montant de -24 M€ ;
- Les obligations locatives (dette IFRS 16) pour un montant de -84 M€ ;
- Les intérêts minoritaires pour leurs valeurs comptables, soit -44 M€ ;
- Les ventes d'actions VILMORIN & CIE intervenues dans le cadre du contrat de liquidité entre (i) le 31 décembre 2022 (date de détermination du passage entre la VE et la VFP) et (ii) le 30 mars 2023 (date de l'actionnariat présenté et retenu pour déterminer le nombre de titres §7.3.1.1), représentant un montant de 1.321 actions⁴⁴, soit un montant d'environ 62 K€⁴⁵.

⁴⁴ Différence entre le nombre d'actions auto détenues au 31/12/2022 (7 915) et au 30/03/2023 (6 594), soit 1 321 actions vendues au Public sur la période.

⁴⁵ En considérant un cours moyen de 46,31 € sur la période 01/01/2023 jusqu'au 31/03/2023, multiplié au nombre d'actions vendues sur la période.

- Le niveau de BFR indiqué dans le plan d'affaires et servant de base au calcul des flux de variation de BFR correspond à une position à fin juin, ce qui constitue un point bas compte tenu de la saisonnalité des activités de VILMORIN & CIE (cf. §6.1.2).

Par conséquent, nous avons considéré un ajustement de BFR déterminé par différence entre :

- Les flux de variation de BFR issus du plan d'affaires 2023-2028, calculés sur la base des niveaux de BFR à fin juin pour chaque année du plan d'affaires ; et
- Les flux de variations de BFR recalculés en considérant à partir de l'exercice 2023-2024 un niveau de BFR normatif, que nous avons considéré égal au BFR moyen observé sur la période juin 2020 - juin 2022, pour chacune des activités de la Société.

Sur ces bases, nous considérons un ajustement de BFR égal à -265 M€. Compte tenu du fait que cet ajustement porte sur les flux du plan d'affaires, ce dernier ne sera considéré dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres que pour la mise en œuvre de la méthode DCF.

Par ailleurs, comme cela est détaillé ci-après, le positionnement de notre évaluation au 31 décembre 2022 implique la prise en compte du flux du second semestre de l'exercice 2022-2023 qui, compte tenu de la saisonnalité de l'activité, est fortement impacté par un flux de variation de BFR positif.

Compte tenu du fait que cet ajustement porte sur les flux du plan d'affaires, ce dernier ne sera considéré dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres que pour la mise en œuvre de la méthode DCF, soit un montant de -1 208 M€.

Le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour la mise en œuvre des méthodes analogiques (comparables boursiers et transactions comparables) n'intégrera pas cet ajustement de BFR et s'élèvera à -943 M€.

Il est par ailleurs précisé que, pour nos différents calculs et analyses, nous avons considéré des agrégats tenant compte de l'application de la norme IFRS 16 dans la mesure où l'incidence de cette norme est intégrée dans le plan d'affaires du management sur lequel se fondent nos analyses.

7.3.2 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la Société et nous paraît adaptée à la situation de VILMORIN & CIE. Elle est par ailleurs représentative de la pleine valeur de la Société dans la mesure où elle permet d'appréhender les perspectives de développement et où elle est représentative d'une valeur pour l'actionnaire majoritaire puisqu'elle suppose d'avoir l'accès et le contrôle des flux générés par la Société.

Présentation du plan d'affaires 2023-2028 du management

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires 2023E-2028E, établi par le management en mars 2023 selon une approche « *bottom-up* » à partir (i) du Plan Moyen Terme établi en janvier 2021, ajusté (ii) des derniers résultats annuels au 30 juin 2022 et semestriels au 31 décembre 2022 et (iii) de l'atterrissage au 30 juin 2023 tel qu'estimé à cette date.

Les flux n'intègrent pas de projet de croissance externe et de cessions d'activités.

Conformément à la recommandation 2006-15 de l'AMF, nous avons échangé avec le management de la Société sur les hypothèses structurantes du plan d'affaires.

Le plan d'affaires reflète les ambitions du management d'un point de vue opérationnel, se basant sur les principales projections des différentes activités opérationnelles et en particulier :

- Le développement des parts de marché des Semences de Grandes Cultures sur le maïs et le tournesol ;
- Le développement de l'activité des Semences Potagères en Asie ;
- La capacité du Groupe à accroître son taux de marge opérationnelle, à des niveaux proches des plus hauts niveaux historiques, et ce malgré un effet mix d'activités moins favorable entre les activités Potagères (plus profitables) et Grandes Cultures (moins profitables).

Sur ces bases, le plan d'affaires repose sur les principales hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 3,6% pour l'ensemble des activités du Groupe ;
- Une légère amélioration annuelle des taux de marge d'EBIT sur chiffre d'affaires de l'ensemble des activités Semences de la Société, qui compense l'effet mix défavorable entre Semences Potagères et Grandes Cultures. Sur ces bases, le taux de marge d'EBIT sur chiffre d'affaires s'établit à l'horizon du plan d'affaires à un niveau proche des plus hauts niveaux historiques ;
- Des dépenses d'investissements et de R&D capitalisée (ci-après « CAPEX ») représentant environ 14,8% du chiffre d'affaires sur l'ensemble de la période du plan d'affaires, ce qui représente des niveaux de CAPEX en valeur absolue supérieurs à ceux observés sur les cinq derniers exercices clos ;
- Une variation du BFR calculée sur la base d'un niveau de BFR égal à 130 jours de chiffre d'affaires (à fin juin) sur l'horizon du plan d'affaires, tenant compte d'une légère dégradation par rapport aux niveaux observés sur les exercices précédents.

Ainsi, le plan d'affaires, qualifié de volontariste par le management de la Société, se fonde, selon nous, sur des hypothèses plutôt ambitieuses. Celui-ci repose principalement sur la capacité de la Société à accroître ses parts de marché sur l'ensemble de ses activités, et à augmenter ses niveaux de profitabilité opérationnelle, dans un environnement économique et concurrentiel plus complexe. VILMORIN & CIE évolue dans un environnement de plus en plus concentré, où les principaux acteurs sont constitués de groupes de taille supérieure et plus diversifiés qui bénéficient d'économies d'échelles (§6.1.1).

Détermination des flux de trésorerie

Détermination du flux de trésorerie du second semestre de l'exercice 2022-2023

Dans la mesure où nous effectuons notre évaluation au 31 décembre 2022, nous avons considéré comme premier flux, celui du premier semestre 2023 de l'année civile, correspondant au dernier semestre de l'exercice en cours, recalculé par différence entre (i) le flux annuel au 30 juin 2023 issu du plan d'affaires et (ii) le flux de trésorerie semestriel publié au 31 décembre 2022.

Compte tenu de la forte saisonnalité des activités de la Société, le flux du second semestre de l'exercice est notamment impacté positivement par la variation de BFR négative qui est lié à l'évolution entre le niveau de BFR à fin décembre et à fin juin comme rappelé ci-avant, le BFR à fin juin retenu dans les prévisions n'est pas représentatif du BFR normatif, expliquant ainsi l'ajustement de BFR auquel nous avons dû procéder dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (cf. §7.3.1.2).

Flux normatif

Un taux de croissance à l'infini de 2,0% a été appliqué pour déterminer le chiffre d'affaires retenu en année normative, reflétant les perspectives de croissance à long terme de la Société, en ligne avec les niveaux d'inflation de long terme attendus dans les pays où VILMORIN & CIE est actuellement implanté⁴⁶.

Les prévisions de profitabilité opérationnelle à long terme présentent un degré d'incertitude renforcée compte tenu de la nature de l'activité et du cycle de développement des semences qui s'étend sur une durée longue telle que présentée ci-avant.

Nous avons retenu un niveau de profitabilité à long terme estimé normatif exprimé par le ratio EBIT sur chiffre d'affaires correspondant au taux moyen ressortant des prévisions mentionnées dans le plan d'affaires.

Nous avons conforté cette hypothèse avec le niveau moyen observé historiquement sur une longue période tenant compte du cycle de développement des semences.

⁴⁶ Source : FMI, " World Economic Outlook Database", avril 2023.

Un flux d'investissements normatif représentant 14,5% du chiffre d'affaires annuel est retenu dans le flux terminal et correspondant au niveau observé sur la dernière année du plan d'affaires.

Les dotations aux amortissements sont estimées égales au montant des investissements.

Le taux d'impôt normatif a été retenu égal à 24,0%, en ligne avec le taux d'impôt effectif de l'exercice 2021-2022 (24,11%). Nous rappelons que les économies d'impôts générées par la consommation des déficits fiscaux reportables ne sont pas imputées en déduction de la charge d'impôts du flux normatif, mais appréhendées dans notre passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de la Société (§7.3.1.2).

Le niveau normatif de BFR sur chiffre d'affaires est maintenu stable par rapport à la dernière année du plan d'affaires.

Taux d'actualisation

Comme indiqué ci-avant, nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital de la Société pour actualiser les flux de trésorerie prévisionnels. Ce coût a été estimé à 7,3% sur la base :

- D'un taux sans risque de 2,76% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne 6 mois calculée au 27 avril 2023, source : Banque de France) ;
- D'une prime de risque marché actions de 5,27% (moyenne 6 mois des primes de risques mensuelles publiées par Associés en Finance au 31 mars 2023) ;
- D'un bêta désendetté de 0,73 (moyenne 5 ans des bêtas de sociétés cotées comparables, source : Capital IQ) ;
- D'une prime de taille de 1,0% justifiée par la différence entre la taille de VILMORIN & CIE et celle des sociétés comparables retenues pour le bêta (calculée par différence des primes issues de la table 2022 publiée par DUFF & PHELPS) ;
- D'un coût de la dette avant impôts sur les sociétés clos au 30 juin de 2,9%, correspondant au coût moyen de financement de la Société au titre des exercices 2021 et au 30 juin 2022 ;
- D'un *gearing*⁴⁷ de 12,8% déterminé sur la base de la structure financière des sociétés comparables retenues pour le calcul du bêta ;
- D'un taux d'impôts normatif retenu à 24,0%, en ligne avec le taux d'impôt effectif de l'exercice 2021-2022 (24,11%).

⁴⁷ Correspondant au ratio endettement financier net / fonds propres.

Bien que les prévisions présentent un caractère ambitieux, compte tenu des hypothèses et du contexte de concurrence accrue, nous n'avons pas pris en compte de prime spécifique pour intégrer le risque de réalisation associé, ce qui est favorable à l'actionnaire et s'inscrit dans une démarche d'extériorisation de la pleine valeur de la Société dans un contexte d'un éventuel retrait obligatoire.

Calcul de la valorisation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de VILMORIN & CIE ressort en valeur centrale à 2 534 M€, dont 76,9% résultant de la valeur terminale (post juin 2028). Compte tenu du montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres et de l'ajustement de BFR considéré, le montant des fonds propres s'établit à 1 326 M€, soit 57,9 € par action VILMORIN & CIE.

Les sensibilités de la valeur des fonds propres par action de VILMORIN & CIE à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,25 point à +0,25 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,25 point à +0,25 point) sont présentées ci-après.

Tableau 7 – Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation

		Taux de croissance à l'infini				
		1,5 %	1,8 %	2,0 %	2,3 %	2,5 %
CMPC	6,8 %	62,1	65,4	69,1	73,1	77,6
	7,1 %	57,1	60,0	63,2	66,8	70,7
	7,3 %	52,4	55,0	57,9	61,0	64,5
	7,6 %	48,2	50,5	53,1	55,8	58,8
	7,8 %	44,3	46,4	48,6	51,1	53,8

Source : Analyses FINEXSI

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une **fourchette de valeurs comprises entre 53,1 € et 63,2 € par action VILMORIN & CIE, avec une valeur centrale de 57,9 €**. Le prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de 18,0% sur la borne basse et une décote limitée de -1,0% sur la borne haute de notre fourchette.

7.3.3 Comparables boursiers (à titre secondaire)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité et aux agrégats jugés pertinents. La pertinence de cette méthode est dépendante du fait de disposer d'un échantillon de sociétés similaires en termes de secteur d'activité, de taille, de profil de risque, de présence géographique et de profitabilité opérationnelle.

Nous avons identifié trois sociétés cotées intervenant essentiellement dans le secteur des semences à l'instar de VILMORIN & CIE. Celles-ci peuvent toutefois présenter des différences de positionnement ainsi qu'un mix d'activités qui peut être plus ou moins diversifié. Les sociétés constituant notre échantillon sont considérées comme étant les plus comparables à VILMORIN & CIE. Nous n'avons pas retenu les groupes diversifiés dont l'activité semences ne représente pas une part significative de leur chiffre d'affaires

L'échantillon des comparables de VILMORIN & CIE se présente comme suit⁴⁸ :

- **CORTEVA INC** est une société américaine qui développe, produit et commercialise des semences (51,4% de son chiffre d'affaires) ainsi que des produits de protection des cultures (48,6% de son chiffre d'affaires). CORTEVA vend principalement ses produits en Amérique du Nord (47,5%), mais également en Amérique du Sud (25,5%), en Europe-Moyen-Orient-Afrique (18,7%) et en Asie-Pacifique (8,4%). En 2022, CORTEVA a réalisé un chiffre d'affaires de 16 332,6 M€ ainsi qu'un résultat opérationnel de 3 107,5 M€, soit une marge opérationnelle courante de 19,0% du chiffre d'affaires ;
- **KWS** est une société allemande qui développe, produit et commercialise des semences, majoritairement de maïs (environ 50% de son chiffre d'affaires) et de betteraves (plus de 30% de son chiffre d'affaires). KWS opère essentiellement en Europe (61,6%) et en Amérique du Nord et du Sud (32,1%). En 2021-2022⁴⁹, KWS a réalisé un chiffre d'affaires de 1 539,5 M€ pour un résultat opérationnel de 252,4 M€, soit une marge opérationnelle de 16,4% ;
- **SAKATA SEED CORPORATION** est une société japonaise qui opère sur trois secteurs d'activité : (i) la sélection, la production et la commercialisation de semences destinées aux agriculteurs (88,8%), (ii) la production et la commercialisation de semences pour les amateurs d'horticulture (7,1%), et (iii) les travaux d'aménagement paysager pour le compte de différents secteurs (4,2%). En 2021-2022⁵⁰, SAKATA SEED CORPORATION a réalisé un chiffre d'affaires de 529,4 M€ et un résultat opérationnel de 106,6 M€, soit une marge opérationnelle de 20,1%.

Comme indiqué ci-avant (§6.1.1), à l'inverse des trois sociétés précitées, VILMORIN & CIE capitalise une part importante de ses frais de recherche et développement (85% en moyenne), ce qui est de nature à créer une distorsion entre les niveaux d'EBITDA de la Société et ceux des sociétés comparables.

De ce fait, nous présentons ci-après les taux de marge d'EBITDA de VILMORIN & CIE ajustés du montant de la R&D capitalisée.

⁴⁸ Sauf indication contraire, les valeurs exprimées en pourcentage mentionnées dans les descriptions suivantes correspondent à la contribution de chaque élément au chiffre d'affaires de l'exercice 2022 de chaque société.

⁴⁹ Clôture au 30 juin.

⁵⁰ Clôture au 31 mai.

Tableau 8 – Présentation des principaux agrégats* de VILMORIN & CIE par rapport à ses comparables

Comparables	Pays	CA (mEUR)	Croissance de CA			Taux d'EBITDA		Taux d'EBITDA ajusté de la R&D capitalisée		Taux d'EBIT	
			2023e	2024e	Moyenne	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e
Vilmorin & Cie SA	France	1 587	22,5%	1,9%	12,2%	22,8%	22,3%	12,5%	13,3%	8,9%	8,7%
Corteva, Inc.	États-Unis	16 333	4,8%	3,8%	4,3%	19,3%	20,5%	19,3%	20,5%	15,1%	16,5%
KWS SAAT SE & Co. KGaA	Allemagne	1 540	5,4%	9,7%	7,6%	17,2%	17,5%	17,2%	17,5%	11,7%	12,3%
Sakata Seed Corporation	Japon	529	5,2%	2,1%	3,7%	20,3%	21,1%	20,3%	21,1%	15,2%	16,4%
Moyenne des comparables		6 134	5,1 %	5,2 %	5,2 %	18,9 %	19,7 %	18,9 %	19,7 %	14,0 %	15,1 %

* Les agrégats présentés ci-dessus ont été calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée

Sources : CAPITAL IQ, derniers DEU disponibles des sociétés de l'échantillon, analyses FINEXSI

Après retraitement, il ressort que les taux de marge de VILMORIN & CIE (EBITDA et EBIT) sont inférieurs à ceux des 3 sociétés retenues dans l'échantillon, pour les raisons suivantes :

- CORTEVA dispose d'une activité d'agrochimie, qui présente des niveaux de profitabilité supérieurs à ceux de VILMORIN & CIE. Par ailleurs, le fait d'avoir une activité agrochimique permet à CORTEVA de bénéficier d'une meilleure profitabilité sur ses activités de semences, cette société n'ayant pas besoin d'acheter des traits OGM à d'autres sociétés ;
- KWS dispose d'une activité significative de semences de betteraves sucrières, qui affiche des niveaux de profitabilité plus élevés compte tenu de sa position dominante pour ce produit, ci avant §6.1.1 ;
- SAKATA est principalement positionnée sur des activités de semences potagères, dont les profils de profitabilité sont supérieurs.

Les principaux multiples des sociétés de l'échantillon sont synthétisés dans le tableau suivant :

Tableau 9 – Multiples observés* sur les sociétés cotées comparables

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)	xEBITDA			xEBIT		
				2023	2024e	2025e	2023	2024e	2025e
Corteva, Inc.	États-Unis	16 333	43 550	13,4x	12,1x	11,0x	17,2x	15,0x	13,6x
KWS SAAT SE & Co. KGaA	Allemagne	1 540	2 731	8,9x	8,3x	7,9x	13,0x	11,7x	10,9x
Sakata Seed Corporation	Japon	529	1 048	9,4x	8,6x	8,3x	12,5x	11,1x	10,5x
Moyenne				10,6x	9,6x	9,1x	14,2x	12,6x	11,7x
Médiane				9,4x	8,6x	8,3x	13,0x	11,7x	10,9x

* Multiples induits par (i) une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois, du 27 janvier au 27 avril 2023, et d'un nombre moyen d'actions sur 3 mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée

Sources : CAPITAL IQ, derniers DEU disponibles des sociétés de l'échantillon, analyses FINEXSI

Nous avons retenu les multiples moyens d'EBITDA post-IFRS 16 retraités de la R&D capitalisée et l'EBIT pour les années 2023E, 2024E et 2025E. Appliquées aux agrégats estimés de VILMORIN & CIE issus du plan d'affaires, et compte tenu des ajustements permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (hors ajustement de BFR cf. §7.3.1.2), la valeur par action VILMORIN & CIE ressort dans **une fourchette comprise entre 53,6 € et 66,5 €**.

Le prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de +16,8% par rapport à la borne basse et une décote de -5,8% par rapport à la borne haute.

7.3.4 Transactions comparables (à titre secondaire)

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. La mise en œuvre de cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les sociétés cibles et les conditions des transactions.

Des différences entre les sociétés cibles et VILMORIN & CIE en termes de rentabilité opérationnelle, d'agrégats, de taille et de ventilation de l'activité en fonction des produits ou de zones géographiques, créent des distorsions au sein de l'échantillon limitant ainsi la pertinence de la méthode. Par ailleurs, il convient de noter que les multiples extériorisés peuvent également inclure une prime de contrôle ainsi que la valeur estimée des synergies pour l'acquéreur, ce qui n'est pas le cas dans le cadre de la présente Opération dans la mesure où il n'y a pas de changement de contrôle et qu'aucune synergie n'est attendue.

Il est à noter que nous appliquons les multiples extériorisés à partir de l'échantillon retenu à l'EBITDA de VILMORIN & CIE portant sur les 12 derniers mois calculés au 31 décembre 2022, ajusté de la R&D capitalisée et avant application de la norme IFRS 16, étant donné que la majorité des transactions retenues ont eu lieu avant 2019 et l'entrée en vigueur de cette norme.

Sur les six dernières années, nous avons retenu cinq transactions présentées ci-dessous :

- L'acquisition de POP VRIEND SEEDS par KWS, réalisée le 1^{er} juillet 2019. POP VRIEND SEEDS, est une société néerlandaise spécialisée dans la sélection et la production de semences à l'échelle mondiale. Elle a été acquise à 100% par le groupe semencier allemand KWS pour une valeur d'entreprise de 396 M€, extériorisant un multiple d'EBITDA de 14,3x ;
- L'acquisition de la branche semences de PGG WRIGHTSON LIMITED par DLF SEEDS, réalisée le 17 avril 2019. PGG WRIGHTSON LIMITED, est une société néo-zélandaise spécialisée dans les services et fournitures agricoles. Sa branche Semences a été acquise à 100% par le groupe semencier danois DLF SEEDS A/S pour une valeur d'entreprise de 256 M€, extériorisant un multiple d'EBITDA de 11,9x ;

- L'acquisition de la branche Semences Potagères et Autres Actifs associés de BAYER AG par BASF, réalisée le 16 août 2018. La maison mère de la cible, BAYER AG, est une société allemande principalement active sur les produits pharmaceutiques et agrochimiques. Sa branche Semences Potagères et Autres Actifs a été acquise à 100% par le groupe chimique allemand BASF pour une valeur d'entreprise de 1 700 M€, extériorisant un multiple d'EBITDA de 10,3x ;
- L'acquisition de MONSANTO par BAYER AG, réalisée le 7 juin 2018. MONSANTO est une société américaine dont l'activité est répartie entre les semences (75% de son chiffre d'affaires et 90% de sa marge opérationnelle en 2017) et les produits agrochimiques. MONSANTO a été acquise à 100% par le groupe allemand BAYER AG pour une valeur d'entreprise de 56 454 M€, extériorisant un multiple d'EBITDA post-synergies de 11,8x⁵¹ ;
- L'acquisition des actifs brésiliens de semences de DOW AGROSCIENCES par CITIC AGRICULTURAL, réalisée le 1^{er} décembre 2017. DOW AGROSCIENCES, est une filiale brésilienne du groupe chimique américain DOW CHEMICAL. Les actifs représentant le périmètre de l'opération ont été acquis par le groupe chinois CITIC AGRI FUND pour une valeur d'entreprise de 1 100 M€, extériorisant un multiple d'EBITDA de 13,2x.

A noter que nous ne retenons pas la transaction SYNGENTA-CHEMCHINA mentionnée ci-avant (cf. §4.1.1) en raison du poids important des activités phytosanitaires (protection des cultures notamment) dans le chiffre d'affaires. En effet, elles représentent 77% du chiffre d'affaires et de la marge opérationnelle.

L'échantillon de transactions comparables retenu et les caractéristiques de ces transactions sont synthétisés ci-après.

⁵¹ En l'absence de synergies, le multiple payé par l'acquéreur ressortirait à 15,0x.

Tableau 10 – Présentation de l'échantillon des transactions comparables retenu

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% Acquis	VE (m€)	xEBITDA
juil.-19	Pop Vriend Seeds	Pays-Bas	KWS	100%	396	14,3x
avr.-19	PGG Wrightson Limited (branche semences)	Nouvelle-Zélande	DLF Seeds	100%	256	11,9x
août-18	Bayer AG (branche semences potagères et autres actifs)	Allemagne	BASF	100%	1 700	10,3x
juin-18	Monsanto	Etats-Unis	Bayer AG	100%	56 454	11,8x
déc.-17	Dow AgroSciences (branche semences au Brésil)	Brésil	CITIC Agri Fund	100%	1 100	13,3x
Moyenne						12,3x
Médiane						11,9x

Sources : CAPITAL IQ, MERGERMARKET, analyses FINEXSI

La moyenne et la médiane des multiples d'EBITDA ainsi extériorisées s'établissent respectivement à 12,3x et 11,9x.

Sur ces bases, et compte tenu des ajustements permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (hors ajustement de BFR cf. §7.3.1.2), la valeur de VILMORIN & CIE ressort dans une fourchette comprise entre 56,3 € et 60,0 € par action.

Le prix d'Offre fait ainsi ressortir des primes de +11,2% et +4,3% respectivement par rapport à la borne haute et basse des valeurs présentées.

7.3.5 Analyse du cours de bourse (à titre secondaire)

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

Les actions de VILMORIN & CIE sont admises aux négociations sur le compartiment A d'EURONEXT Paris (code ISIN : FR0000052516).

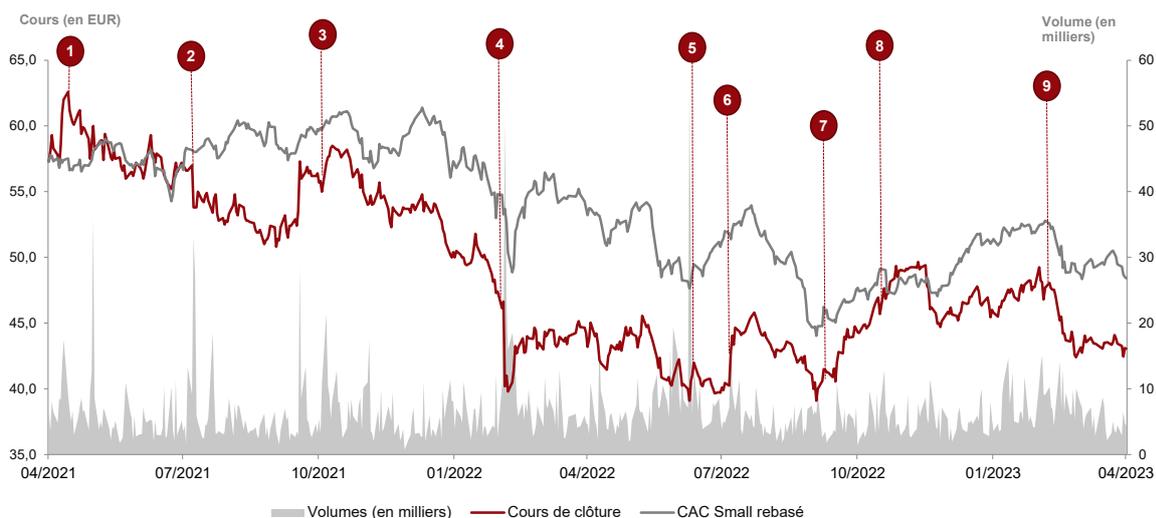
Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse du titre avant l'annonce de l'Offre, *i.e.* jusqu'au mercredi 27 avril 2023. En effet, LIMAGRAIN PARTICIPATIONS a annoncé, le 28 avril 2023 avant l'ouverture du marché, son intention de procéder au dépôt du Projet d'Offre.

L'annonce de l'Opération a entraîné la suspension de la cotation du titre VILMORIN & CIE le 28 avril 2023 sur demande de la Société. Dès le 2 mai 2023, à la reprise de la cotation, le cours du titre VILMORIN & CIE s'est établie à 62,60 €, au niveau du prix d'Offre.

Analyse de l'évolution du cours de bourse du titre VILMORIN & CIE

Le cours de bourse de VILMORIN & CIE a évolué comme suit sur une période de deux ans avant l'annonce de l'Opération le 28 avril 2023.

Figure 20 – Évolution du cours de bourse du titre VILMORIN & CIE sur deux ans jusqu'au 27 avril 2023



Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Sur la période observée, le cours de l'action VILMORIN & CIE a reculé de -24,9%, passant de 57,3 € au 27 avril 2021 à 43,05 € au 27 avril 2023, alors que l'indice CAC *Small* a enregistré une baisse de -15,5% sur la même période.

L'évolution du cours de VILMORIN & CIE et des volumes de transactions a principalement été rythmée par les événements exogènes pendant la période, notamment le conflit russo-ukrainien, ainsi que par la communication financière de la Société.

Sur les six premiers mois de la période analysée (mai 2021 à octobre 2021), l'évolution du cours VILMORIN & CIE a été notamment marquée par :

- La publication le 6 mai 2021 du chiffre d'affaires des trois premiers trimestres de l'exercice 2020-2021, en forte croissance comparé à celui de l'exercice 2019-2020 (+10,3% à données comparables), entraînant une hausse du cours de 61,0 € à 62,0 € (**n°1**) soit +1,6% ;
- L'annonce le 2 août 2021 du chiffre d'affaires annuel et du chiffre d'affaires du 4^{ème} trimestre 2021-2021, en léger recul par rapport au 4^{ème} trimestre 2019-2020 (-0,5% à données courantes), expliquant la baisse du cours de 57,0 € à 53,8 € (**n°2**) soit -5,6% ;

- La publication des résultats annuels 2020-2021 le 13 octobre 2021 (**n°3**), affichant notamment un résultat opérationnel en forte augmentation (+16,0%, la marge opérationnelle s'établissant à 8,6%, en amélioration de 0,9 point par rapport à 2019-2020). Cette publication, associée à l'annonce du versement d'un dividende de 1,60 € par action (soit +60% par rapport à 2019-2020), a entraîné une hausse du cours de bourse de VILMORIN & CIE, de 53,5 € à 57,3 € soit +7,5%.

Le cours de bourse de la Société s'est inscrit ensuite dans une tendance baissière entre le 8 novembre 2021 et le 4 mars 2022, passant de 54,7 € à 38,5 € (-29,6%). Cette baisse s'explique principalement par :

- La chute des indices boursiers mondiaux en raison de l'invasion russe en Ukraine le 24 février 2022 ;
- La révision à la baisse des objectifs pour l'exercice 2021-2022 en date du 1^{er} mars 2022, en raison du contexte géopolitique, entraînant une baisse du cours de VILMORIN & CIE de 6,5 €, de 46,7 € à 40,2 € (**n°4**) soit -13,9%.

L'évolution du cours de VILMORIN & CIE a ensuite été marquée par le rachat de 24 301 titres VILMORIN & CIE par LIMAGRAIN le 6 juillet 2022 (**n°5**), ainsi que par la publication le 1^{er} août 2022 d'un chiffre d'affaires annuel 2021-2022 en augmentation de +7,5% à 1 587 M€, entraînant une hausse du cours de 40,3 € à 42,8 € (**n°6**) soit +6,2%.

Sur les six derniers mois de la période analysée (octobre 2022- avril 2023), l'évolution du cours de VILMORIN & CIE, a suivi les mêmes tendances que le *CAC Small* et a été principalement porté par les publications financières du Groupe, et notamment :

- La publication des résultats annuels 2021-2022 le 12 octobre 2022, qui démontrent notamment la résilience du groupe malgré le contexte géopolitique (**n°7**) entraînent une hausse de +3,6% ;
- L'annonce le 8 novembre 2022 du chiffre d'affaires du premier trimestre de l'exercice 2022-2023 en hausse (+28,5% à données courantes comparée au premier trimestre 2021-2022) (**n°8**) le titre progressant de +2,9% ;
- L'annonce le 28 février 2023 d'un chiffre d'affaires et d'un résultat semestriel en amélioration comparés à l'exercice précédent, mais également de perspectives défavorables concernant les sociétés mises en équivalence, entraînant une diminution du cours de bourse (**n°9**) de -2,0%.

Par ailleurs, il convient de noter qu'entre le 5 mai 2022 et le 17 octobre 2022, LIMAGRAIN a procédé au rachat de 182 600 actions VILMORIN & CIE à un prix moyen de 41,6 €, représentant 22% des transactions intervenues sur cette période.

Analyse des CMPV et de la liquidité du titre VILMORIN & CIE

Avant annonce de l'Opération, les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après, désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en résultent se présentent comme suit sur une période de 24 mois.

Tableau 11 – Analyse des CPMV et de la liquidité du titre VILMORIN & CIE au 27 avril 2023

Cours moyens pondérés par les volumes *	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 62,6€	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du capital
Spot (27/4/2023)	43,05	+45,4 %	4,3	4	184	184	0,02 %	0,02 %	0,08 %	0,08 %
CMPV 1 mois	43,40	+44,2 %	4,9	103	213	4 468	0,02 %	0,45 %	0,09 %	1,95 %
CMPV 60 jours	45,80	+36,7 %	7,0	399	321	18 271	0,03 %	1,74 %	0,13 %	7,56 %
CMPV 3 mois	45,85	+36,5 %	6,9	435	317	19 945	0,03 %	1,90 %	0,13 %	8,24 %
CMPV 6 mois	46,34	+35,1 %	6,1	777	284	36 021	0,03 %	3,39 %	0,12 %	14,61 %
CMPV 12 mois	44,08	+42,0 %	6,5	1 664	284	73 356	0,03 %	7,26 %	0,12 %	30,94 %
CMPV 24 mois	48,36	+29,4 %	6,5	3 369	315	162 955	0,03 %	14,71 %	0,12 %	61,84 %
Plus haut 12 mois (7/12/2022)	49,65	+26,1 %								
Plus bas 12 mois (29/9/2022)	39,10	+60,1 %								
Plus haut 24 mois (10/5/2021)	62,60	-								
Plus bas 24 mois (29/9/2022)	39,10	+60,1 %								

* Les CMPV sont calculés à compter de la veille de l'annonce (27 avril 2023)

Sources : Capital IQ, analyses FINEXSI

Sur les 12 derniers mois avant annonce, le volume des actions VILMORIN & CIE échangées est de 1 664 milliers d'actions (soit environ 6 500 actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 7,26% et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 30,94%.

Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées passe à 3 369 milliers d'actions (soit environ 6 500 actions par jour de cotation le niveau des échanges journaliers restant ainsi inchangé). Ces volumes d'échanges représentent une rotation du capital qui s'établit à 14,71% et une rotation du capital flottant à 61,84%.

Par ailleurs, il existe un contrat de liquidité sur les actions propres pour le compte de de VILMORIN & CIE. Au 30 juin 2022, VILMORIN & CIE détenait 8 075 titres pour une valeur comptable égale à 0,4 M€.

La liquidité du titre VILMORIN & CIE est faible mais suffisante pour considérer cette référence et la retenir à titre secondaire.

Au cours des 24 derniers mois avant la date d'annonce de l'Opération, le cours de l'action VILMORIN & CIE a oscillé entre un plus haut atteint le 10 mai 2021 à 62,60 € et un plus bas atteint le 29 septembre 2022 à 39,10 €.

Sur la base du cours de clôture précédant l'annonce de l'Opération (le 27 avril 2023) et du CMPV 60 jours, le prix d'Offre extériorise des primes de +45,4% et de +36,7% respectivement. L'analyse des CMPV sur les douze derniers mois extériorise des primes comprises entre +35,1% et +45,4%.

7.3.6 Objectifs de cours des analystes (à titre secondaire)

L'examen des objectifs de cours des analystes financiers ne constitue pas, en tant que telle, une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions sur la valeur. Cette référence consiste donc à observer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers suivant le titre.

VILMORIN & CIE fait l'objet d'un suivi par 6 analystes financiers, à savoir CIC MARKET SOLUTIONS, GILBERT DUPONT, JEFFERIES, KEPLER CHEUVREUX, ODDO BHF et PORTZAMPARC BNP PARIBAS GROUP. Par ailleurs, ces analystes communiquent de manière plus ou moins détaillée sur les prévisions opérationnelles de la Société et sur les autres paramètres retenus pour leurs travaux d'évaluation.

Il peut ainsi exister des différences significatives entre les prévisions opérationnelles de la Société et celles des analystes, pouvant être de nature à créer des écarts compte tenu du nombre relativement important des analystes qui effectuent un suivi régulier de la société lors des principales publications, cette référence est néanmoins présentée à titre secondaire.

L'étude des objectifs de cours des analystes financiers suivant le titre VILMORIN & CIE repose sur la dernière publication existante à la veille de l'annonce de l'Offre, soit le 27 avril 2023.

Tableau 12 – Objectifs de cours des analystes suivant le titre VILMORIN & CIE avant annonce de l'Opération

Date	Analyste	Prix cible	Recommandation
12/03/2023	Jefferies	52,0 €	Conserver
03/03/2023	Oddo BHF	76,0 €	Achat
03/03/2023	CIC Market Solutions	75,0 €	Achat
01/03/2023	Portzamparc (Groupe BNP Paribas)	67,5 €	Achat
01/03/2023	Gilbert Dupont (Groupe Société Générale)	63,2 €	Achat
28/02/2023	Kepler Cheuvreux	61,0 €	Achat
Minimum		52,0 €	
Moyenne		65,8 €	
Médiane		65,4 €	
Maximum		76,0 €	

Sources : Notes d'analystes

Les objectifs de cours s'établissent dans une fourchette large entre 52,0 € et 76,0 € avec une valeur moyenne de 65,8 € par action VILMORIN & CIE. Sur ces bases, le prix d'Offre de 62,6 € par action VILMORIN & CIE extériorise une décote de (4,8)% par rapport à la moyenne des objectifs de cours.

Il ressort qu'après l'annonce des modalités de l'Offre, le 28 avril 2023, la majorité des analystes ont aligné leurs objectifs de cours sur le prix de 62,6 €, à l'exception de JEFFERIES et ODDO BHF, qui n'ont pas modifié ou mis à jour leurs objectifs de cours.

Nous avons relevé les principaux commentaires⁵² des analystes suivant le titre dans les dernières notes qu'ils ont publiées après l'annonce de l'Offre.

On peut relever notamment que les analystes accueillent favorablement l'Offre :

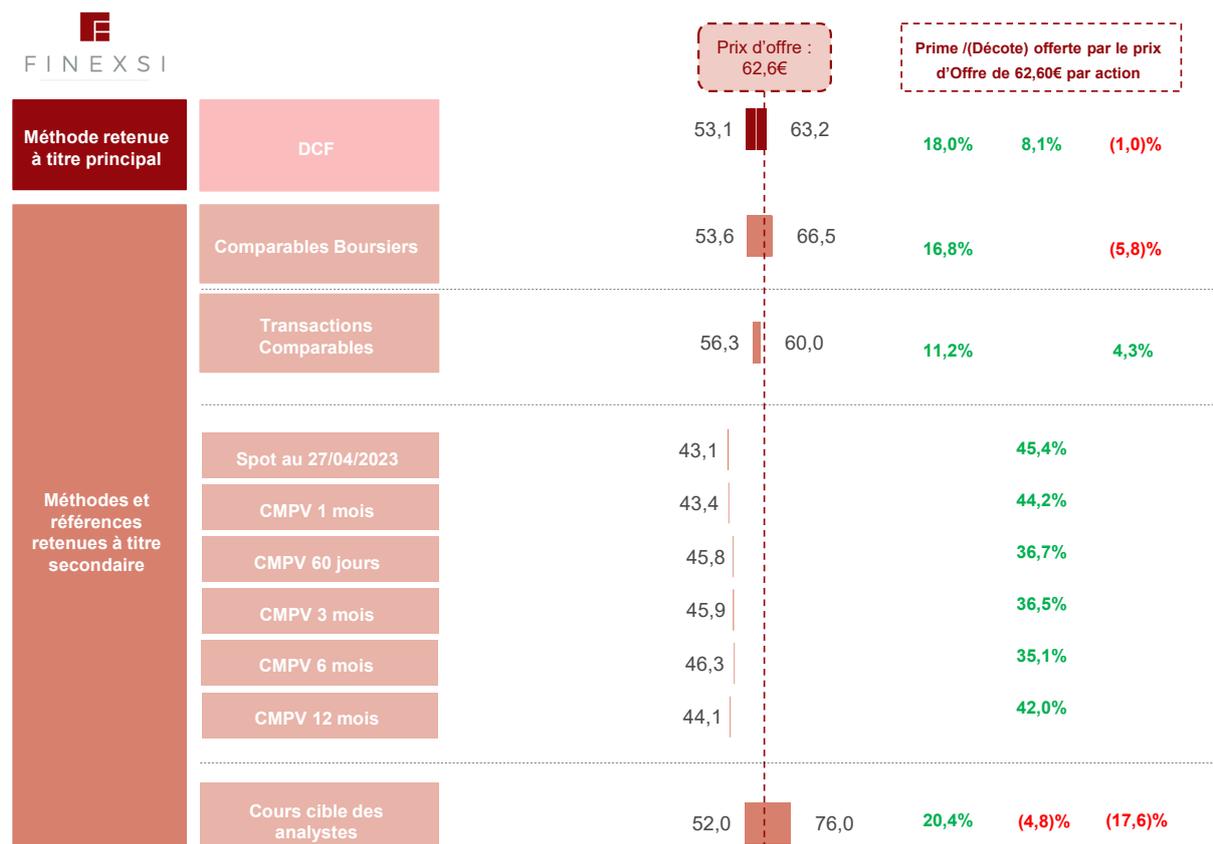
- GILBERT DUPONT : « *Loin de son plus haut historique (94,32 € en mai 2008), l'offre s'avère pour autant attractive à CT eu égard à 1/ la faible liquidité du titre, 2/ aux divergences d'horizon d'investissements entre actionnaire majoritaire et minoritaire et 3/ à l'exposition du groupe à la Russie/Ukraine* » ;
- JEFFERIES : « *Le ratio VE / CA extériorisé par l'Offre est de 1,1x. Compte tenu du faible flottant, nous pensons qu'une fois lancée, l'Offre sera couronnée de succès* » ;
- ODDO BHF : « *L'offre offre à l'actionnaire minoritaire une opportunité de sortie dans de meilleures conditions, compte tenu de la sous-évaluation actuelle du groupe. [...] Cette offre publique d'achat simplifiée est une opportunité de monétiser à court terme dans de meilleures conditions alors que, malgré les bonnes performances affichées par le groupe, la valorisation est restée en retrait* ».

⁵² Les commentaires issus des notes de KEPLER CHEUVREUX et ODDO BHF ont été traduits par nos soins.

7.4 Synthèse de nos travaux d'évaluation

La valeur par action se présente comme suit selon les méthodes et références d'évaluation étudiés :

Figure 21 – Synthèse des valeurs par action VILMORIN & CIE



Source : analyses FINEXSI

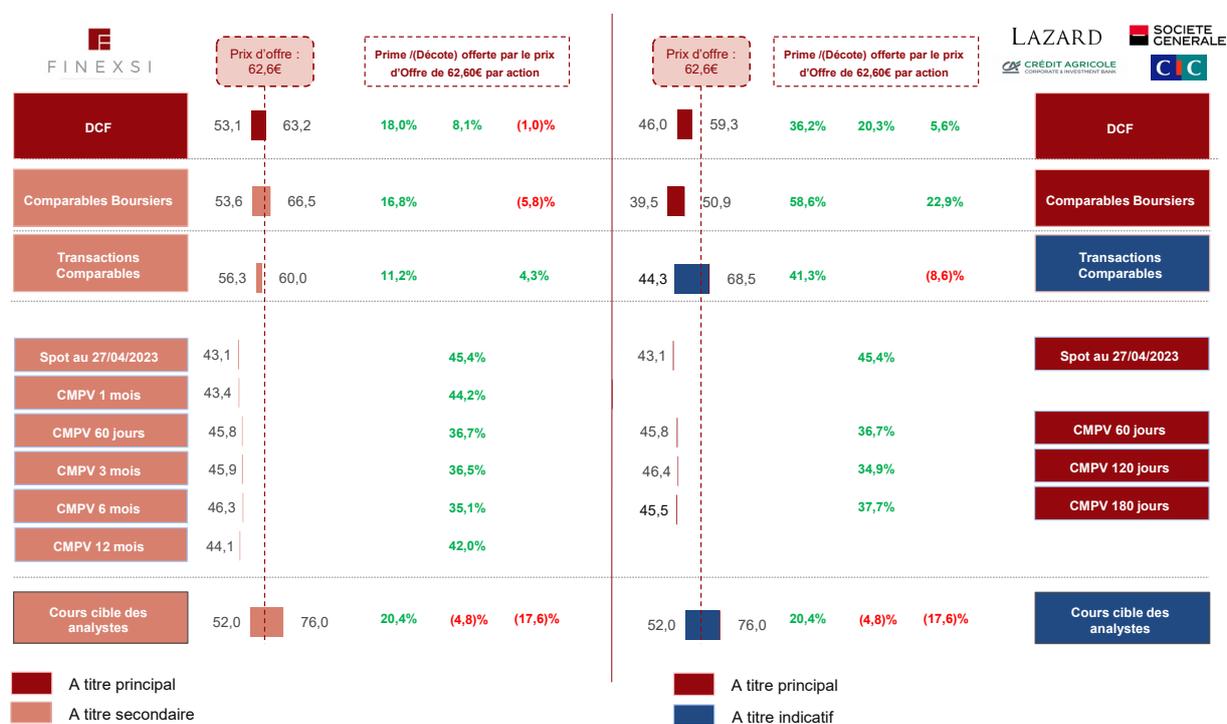
8. Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Etablissements Présentateurs

CREDIT AGRICOLE, SOCIETE GENERALE, LAZARD et CIC (ci-après les « Etablissements Présentateurs ») agissant en tant qu'établissements présentateurs de l'Offre, ont préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 du Projet de Note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapproché des représentants des Etablissements Présentateurs en charge de l'évaluation pour échanger sur les critères d'évaluation retenus.

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-après, étant précisé que nous présentons également les primes et décotes extériorisées par le prix d'Offre.

Figure 22 – Synthèse des travaux d'évaluation de FINEXSI et des Etablissements Présentateurs



Sources : Analyses FINEXSI, Note d'Information du 28 avril 2023

8.1 Choix des critères d'évaluation

Pour la valorisation de VILMORIN & CIE, les Etablissements Présentateurs ont retenu les mêmes critères que FINEXSI, à savoir la méthode intrinsèque selon l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (DCF), les méthodes analogiques des multiples des comparables boursiers et transactions comparables, la référence au cours de bourse de l'action VILMORIN & CIE et la référence aux objectifs de cours des analystes suivant le titre.

En revanche la qualification de certains critères retenus est différente. Ainsi la méthode des comparables boursiers et la référence au cours de bourse ont été retenues à titre principal par les Etablissements Présentateurs, tandis que FINEXSI présente :

- La méthode des comparables boursiers à titre secondaire. Ce choix est justifié par la taille de l'échantillon de comparables boursiers, constitué de 3 sociétés, que nous considérons limitée d'autant que les sociétés concernées présentent, comme indiqué ci-avant, des différences notables avec VILMORIN & CIE.
- La référence au cours de bourse à titre secondaire en raison d'une liquidité faible du titre.

Comme FINEXSI, les Etablissements Présentateurs ont écarté les références à l'actif net comptable (ANC) et à l'actif net réévalué (ANR), à la méthode de l'actualisation des dividendes futurs, ainsi que la référence à la valeur liquidative de la Société.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

8.2 Mise en œuvre des différents critères

8.2.1 Analyse du cours de bourse

Comme FINEXSI, les Etablissements Présentateurs ont mis en œuvre une analyse du cours de bourse de la Société jusqu'au 27 avril 2023, soit le dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre et ont calculé des moyennes sur courtes et plus longues périodes précédant cette date.

Nous n'identifions pas d'écart entre les données présentées par FINEXSI et celles mentionnées par les Etablissement Présentateurs (Prime sur cours *spot* au 27 avril 2023, CMPV 60 jours et niveau de prime extériorisé).

8.2.2 Objectifs de cours des analystes

Les analystes, ainsi que les objectifs de cours retenus par les Etablissements Présentateurs et FINEXSI sont identiques, ce qui n'appelle pas de remarque particulière de notre part.

8.2.3 Données de référence

Date de valorisation

Pour la mise en œuvre des différents critères, les Etablissements Présentateurs se positionnent au 30 juin 2023, alors que FINEXSI se positionne au 31 décembre 2022, soit la date des derniers états financiers consolidés publiés.

En conséquence la valeur d'entreprises obtenue par FINEXSI comprend le flux au titre du 2^{ème} semestre de l'exercice 2022-2023 qui tient compte de l'évolution très favorable du besoin en fonds de roulement entre le 31 décembre 2022 et le 30 juin 2023, étant supposé que le BFR à la clôture annuelle du 30 juin constitue un point bas par rapport au niveau observé au cours de l'année.

Cette différence méthodologique n'est pas de nature à créer des écarts de valorisation en termes de valeur des fonds propres et n'appelle pas d'autres commentaires de notre part.

Nombre d'actions retenu

Les nombres d'actions retenus par les Etablissements Présentateurs et FINEXSI sont identiques, ce qui n'appelle pas de commentaire de notre part.

Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, les Etablissements Présentateurs ont retenu un montant total de -996 M€. Pour rappel, FINEXSI retient un montant de -1 208 M€ en considérant l'ajustement de BFR.

Les écarts observés proviennent principalement :

- De l'endettement financier net, retenu soit -1 302 M€ selon FINEXSI (incluant l'impact de la norme IFRS 16) sur la base des états financiers au 31 décembre 2022, contre -1 058 M€ pour les Etablissements Présentateurs, correspondant à l'atterrissage de dette financière nette au 30 juin 2023 (incluant l'impact de la norme IFRS 16). L'écart ainsi relevé au niveau de l'endettement financier est en partie compensée au niveau de la valeur d'entreprise retenue par FINEXSI qui tient compte d'un flux supplémentaire correspondant au second semestre de l'exercice 2022-2023 qui intègre l'impact favorable lié à l'évolution du BFR ;
- De la valeur des participations mises en équivalence, que FINEXSI retient pour leur valeur comptable au 31 décembre 2022 (380 M€) alors que les Etablissements Présentateurs retiennent la moyenne des valeurs comptables au 30 juin 2022 et au 31 décembre 2022 (396 M€) ;
- De l'absence de prise en compte par les Etablissement Présentateurs des actifs financiers non courants (19 M€) et des impôts différés actifs liés aux déficits fiscaux reportables de la Société (28 M€).

8.2.4 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Concernant les prévisions considérées

Tout comme FINEXSI, les Etablissements Présentateurs ont eu accès au plan d'affaires du management, ce qui n'appelle pas de commentaires de notre part.

En revanche, les Etablissements Présentateurs ont considéré une période d'extrapolation du plan d'affaires de trois ans (2028-2029, 2029-2030 et 2030-2031), en faisant décroître le taux d'évolution annuel du chiffre d'affaires vers le niveau attendu à long terme et en diminuant le taux de profitabilité opérationnelle pour atteindre le taux estimé normatif selon les Etablissements Présentateurs. FINEXSI n'a pas retenu de prolongation compte tenu d'un taux de croissance observé en fin de plan peu éloigné du taux retenu à long terme. Cette différence d'approche n'appelle toutefois pas d'autres commentaires de notre part.

Concernant les hypothèses financières

Les Etablissements Présentateurs, tout comme FINEXSI, ont retenu un taux de croissance à l'infini de +2,0%.

Concernant le flux normatif :

- Les Etablissements Présentateurs se positionnent en 2031, soit la dernière année d'extrapolation alors que FINEXSI se positionne à l'horizon du plan d'affaires, soit en 2028 ;
- FINEXSI retient un taux de marge d'EBIT normatif en ligne avec les données financières historiques, quand les Etablissements Présentateurs retiennent un taux de marge d'EBITDA stable et un taux de marge d'EBIT inférieur à celui de la dernière année du plan d'affaires. Le taux de marge d'EBIT sur chiffre d'affaires retenu par les Etablissements Présentateurs est inférieur à celui retenu par FINEXSI.
- Les Etablissements Présentateurs retiennent les mêmes hypothèses que FINEXSI en ce qui concerne (i) le flux d'investissement exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires, (ii) la variation de BFR et (iii) le taux d'impôts sur les sociétés.

Analyse du calcul du coût moyen pondéré du capital (CMPC)

Concernant le taux d'actualisation, FINEXSI retient un coût moyen pondéré du capital de 7,3%, inférieur à celui retenu par les Etablissements Présentateurs à 7,75%. Les sources d'écarts principales sont les suivantes :

- Des sources différentes pour le taux sans risque et la prime de risque : Les Etablissements Présentateurs utilisent respectivement, pour le taux sans risque, l'OAT *spot* au 17 avril 2023 et, pour la prime de risque, les données KROLL (historique des périodes constatées sur longue période) tandis que FINEXSI se réfère respectivement à la BANQUE DE FRANCE (OAT moyenne 6 mois) pour le taux sans risque et les données ASSOCIES EN FINANCE (moyenne 6 mois) pour la prime de risque ;
- Un bêta désendetté de 0,69 retenu par les Etablissements Présentateurs, correspondant à la médiane des bêtas désendettés d'un échantillon de sociétés comparables élargi, à partir des données BLOOMBERG. FINEXSI retient un bêta désendetté de 0,73, correspondant à la moyenne des bêtas désendettés de notre échantillon de sociétés comparables, constitué de 3 sociétés est calculé sur une durée de 5 ans à partir des données CAPITAL IQ ;
- Un *gearing* de 29,0% retenu par les Etablissements Présentateurs, correspondant à la moyenne des *gearing* d'un échantillon élargi de sociétés comparables⁵³, calculé sur la base de la capitalisation boursière des sociétés au 27 avril 2023 et de la dette nette moyenne entre les derniers résultats annuels et semestriels. FINEXSI retient un *gearing* de 12,8%, correspondant à la moyenne de notre échantillon de sociétés comparables calculé à partir des données CAPITAL IQ ;
- Un coût de la dette avant impôt de 5,0% retenu par les Etablissements Présentateurs, correspondant au taux d'intérêt du dernier financement obligataire de VILMORIN & CIE, quand nous retenons un coût de la dette avant impôt de 2,9%, recalculé sur la base des derniers états financiers annuels ;
- Les Etablissements Présentateurs ne retiennent pas de prime de taille, tandis que nous retenons une prime de 1,0%, par référence à la table KROLL 2022, calculée sur la base de la différence entre la taille moyenne des sociétés retenues dans notre échantillon de comparables boursiers et la taille de VILMORIN & CIE.

Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Du fait de dates de valorisation différentes, les Etablissements Présentateurs tiennent compte des flux de trésorerie prévisionnels de VILMORIN & CIE à compter du 30 juin 2023 quand FINEXSI tient compte des flux de trésorerie à compter du 1^{er} janvier 2023.

⁵³ CORTEVA, KWS, SAKATA (échantillon de comparables boursiers) auxquels s'ajoutent d'autres sociétés non retenues dans l'échantillon de comparables boursiers en raison de la prédominance de leurs activités d'agrochimie (NUFARM, UPL, BASF et BAYER)

Analyse des sensibilités et des résultats

Les Etablissements Présentateurs et FINEXSI ont analysé la sensibilité de la valeur par action VILMORIN & CIE aux variations combinées du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation.

La valeur par action Vilmorin & Cie retenue par les états Présentateurs est comprise entre 46,0 € et 59,3 €, avec une valeur centrale de 52,1 €.

Selon FINEXSI, la valeur par action s'établit entre 53,1 € et 63,2 €, avec une valeur centrale de 57,9 €.

8.2.5 Multiples observés sur les sociétés cotées comparables

Les Etablissements Présentateurs ainsi que FINEXSI ont retenu l'EBITDA ajusté des frais de R&D et post-IFRS 16 ainsi que l'EBIT comme agrégats de référence.

Les Etablissements Présentateurs présentent le même échantillon que FINEXSI, en limitant sa sélection à des sociétés cotées intervenant majoritairement sur des activités de semences, excluant ainsi des sociétés intervenant de manière prédominante sur des activités d'agrochimie.

La valeur de l'action VILMORIN & CIE extériorisée selon la mise en œuvre de ce critère selon les Etablissements Présentateurs est comprise entre 39,5 € et 50,9 €, tandis que la mise en œuvre de ce critère par FINEXSI extériorise une valeur comprise entre 53,6 € et 66,5 €.

Ces écarts proviennent notamment des éléments suivants :

- Les Etablissements Présentateurs ont fait le choix de retenir les multiples médians extériorisés par l'échantillon de comparables et de l'appliquer à l'agrégat retenu, tandis que FINEXSI intègre dans sa fourchette les valeurs obtenues par l'application des multiples moyens, compte tenu de la faible taille de l'échantillon ;
- Des valeurs d'entreprise des sociétés comparables retenues par les Etablissements Présentateurs déterminées sur la base :
 - D'une capitalisation boursière *spot* au 27 avril 2023, alors que FINEXSI retient une capitalisation boursière calculée selon le cours moyen pondéré par les volumes sur 3 mois au 27 avril 2023 ;
 - De la dette nette moyenne entre les derniers résultats annuels et semestriels, alors que FINEXSI retient celle correspondant aux derniers éléments financiers publiés par les sociétés comparables.
- De l'écart concernant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, tel qu'analysé ci-avant.

8.2.6 Multiples observés sur des transactions portant sur des sociétés comparables

Comme FINEXSI, les Etablissements Présentateurs fondent leurs analyses sur les multiples de l'EBITDA pré-IFRS 16 et ajusté de la R&D capitalisée, calculés sur la base des douze derniers mois au 31 décembre 2022.

L'échantillon de transactions comparables des Etablissements Présentateurs est composé de cinq transactions majoritaires réalisées au cours des sept dernières années.

L'échantillon retenu par FINEXSI intègre quatre transactions communes avec l'échantillon des Etablissements Présentateurs :

- Transaction entre KWS et POP VRIEND SEEDS de juillet 2019 ;
- Transaction entre DLF SEEDS et PGG WRIGHTSON d'avril 2019 ;
- Transaction entre BASF et BAYER (portefeuille de semences potagères) d'août 2018 ;
- Transaction entre CITIC AGRICULTURAL et DOW AGROSCIENCES (actifs R&D et banque génétique de maïs au Brésil) de décembre 2017.

La transaction entre UPL et ADVANTA SEEDS retenue par les Etablissements Présentateurs a été exclue par nos soins, car cette transaction est ancienne (juillet 2016) et porte sur une société majoritairement implantée Asie.

Nous avons par ailleurs ajouté à notre échantillon la transaction BAYER – MONSANTO, intervenue en juin 2018.

L'écart observé entre la fourchette de valeur des Etablissements Présentateurs (44,3 € - 68,5 €) et celle de FINEXSI (56,3 € - 60,0 €) provient principalement :

- Du mode de calcul par les Etablissements Présentateurs de la borne basse de leur valorisation sur la base du multiple de la transaction BASF – BAYER (portefeuille de semences potagères), qui s'élève à 10,3x ;
- Des divergences de composition des échantillons des transactions retenues (extériorisant un multiple moyen de 13,2x concernant Les Etablissements Présentateurs, contre un multiple moyen de 12,3x pour FINEXSI) ;
- De l'écart de calcul du multiple de la transaction DLF SEEDS – PGG WRIGHTSON (11,9x pour FINEXSI contre 12,3x pour les Etablissements Présentateurs) ;
- De l'écart sur le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, tel qu'analysé ci-avant.

9. Accords connexes

Nous n'avons eu connaissance d'aucun accord conclu ou à conclure avec des actionnaires dans le cadre de la présente Offre, ce qui nous a également été confirmé par l'Initiateur.

10. Analyse et appréciation des observations reçues de deux actionnaires minoritaires

Nous avons été sollicités par deux actionnaires minoritaires à la suite du dépôt de la Note d'Information. Ces derniers nous ont transmis leurs commentaires au travers d'un courrier en date du 7 mai 2023 pour le premier et, par plusieurs courriels pour le second, en date du 1^{er} mai 2023 puis du 4 mai 2023 et du 11 mai 2023. Ce dernier a également adressé une lettre à l'AMF en date du 5 mai 2023 reprenant le contenu des courriels communiqués à cette date.

Nous avons sollicité l'Initiateur et les Etablissements Présentateurs, ainsi que le management de la Société pour obtenir de leur part les commentaires qu'appelaient les arguments soulevés par les actionnaires qui nous ont saisis.

Conformément à l'article 3 de l'instruction 2006-08 de l'AMF, nous indiquons ci-dessous les observations formulées ainsi que nos analyses et appréciations. Nous renvoyons également aux développements concernés dans le rapport.

Nous avons examiné et analysé les éléments contenus dans les courriers susmentionnés et faisons part ci-après de nos appréciations sur les sujets qui nous concernent, et qui ont pour certains déjà été développés dans les différentes parties du présent rapport.

Le courrier de l'actionnaire minoritaire n°1, en date du 7 mai 2023, contient de longs développements portant sur l'historique des relations entre VILMORIN & CIE et ses actionnaires qui ne rentrent pas dans le cadre de notre mission. Nous n'apportons donc pas d'appréciation sur les éléments mentionnés à ce titre.

Nous apportons les précisions sur les remarques formulées concernant la méthode de l'actif net réévalué que cet actionnaire considère devoir être mise en œuvre en tenant compte d'une réévaluation des actifs incorporels concernant le matériel génétique et les dépenses de recherche développement.

Nous précisons que nous n'avons pas retenu cette méthode pour les raisons mentionnées ci-dessus (cf. §7.1.2). Nous estimons, en effet, que dans le cas d'une société comme VILMORIN & CIE qui ne détient pas d'actif hors exploitation la valeur de celle-ci est mieux appréhendée par l'approche intrinsèque des flux futurs de trésorerie actualisés que nous retenons à titre principal. Cette approche permet de valoriser l'ensemble de l'actif économique nécessaire à l'exploitation (actif immobilisé et besoin en fonds de roulement) correspondant à la valeur d'entreprise. Celle-ci intègre ainsi la valeur des actifs incorporels qui concourent à l'activité et notamment dans le cas de VILMORIN & CIE, le matériel génétique et les dépenses de recherche et développement.

Par ailleurs, dans sa présentation l'actionnaire n°1 semble assimiler le matériel génétique et les frais de recherches et développement pour estimer que ceux-ci sont insuffisamment valorisés alors qu'il s'agit de deux actifs tous deux effectivement comptabilisés au bilan de la Société et qui font l'objet d'un traitement comptable spécifique.

Le matériel génétique de la Société est un élément significatif dans la compréhension de son activité et représente un poste significatif du bilan. Il est principalement issu des acquisitions réalisées. Au 30 juin 2022 le matériel génétique représentait 304,4 M€ soit 8,5% du total bilan et 301,9 M€ soit 7,9% du total bilan au 31 décembre 2022⁵⁴. Cet actif n'est pas amorti car sa durée d'utilisation est considérée par la Direction comme indéfinie. Il fait l'objet de test de valeur dans le cadre des clôtures annuelles. Sa valeur n'est pas dépréciée à ce jour.

Les coûts de développement, représentent une partie des coûts engagés par VILMORIN & CIE pour son effort de recherche. Ces coûts sont capitalisés pour la plus grande partie (85%) et amortis linéairement sur une période de 5 ans. Les coûts de développement représentent eux aussi un poste significatif du bilan, et s'élèvent à 379,7 M€ au 30 juin 2022 soit 10,7% du total bilan et 384,1 M€ au 31 décembre 2022 soit 10,2% du total bilan. Le matériel génétique et les coûts de développement représentent la majorité (88,4%) des immobilisations incorporelles (§6.1.2).

Concernant les courriels de l'actionnaire minoritaire n°2, nous estimons qu'il est essentiel de préciser plusieurs éléments :

S'agissant du caractère « artificiel » de la prime extériorisé par l'Offre.

L'actionnaire considère que la prime extériorisée par l'Offre et mentionnée dans le communiqué de presse du 28 avril 2023 est artificielle, dans la mesure où la Société a également relevé le même jour ses perspectives de manière substantielle.

Premièrement, bien que les communications financières du Groupe⁵⁵ aient une incidence sur le cours de bourse (§7.3.5), les effets des communiqués de presse de la Société restent modérés⁵⁶ sur le cours du titre.

Sur ces bases, il ressort que le cours de VILMORIN & CIE a évolué entre -5,6% et +6,3% (hors extrêmes) au lendemain d'une publication d'un communiqué de presse portant sur des éléments financiers.

Par ailleurs, il convient de souligner le fait que le communiqué de presse du 28 avril 2023 annonce également un maintien des objectifs de taux de marge ainsi qu'un retrait sensible de la contribution au résultat de l'activité d'AGRELIANT. Cette annonce aurait pu également être de nature à avoir un impact négatif sur le cours du titre.

⁵⁴ Source : DEU 2022 et rapport semestriel 2023

⁵⁵ Composée principalement du chiffre d'affaires trimestriel, des résultats semestriels, du chiffre d'affaires 9 mois, du chiffre d'affaires annuel et des résultats annuels.

⁵⁶ Entre (5,6)% et +6,3% sur la période mai 2021-mai 2023, hors valeurs extrêmes (annonce résultats 2020-2021, entraînant une hausse du cours de +7,1% / annonce semestriel 2021-2022 et impact du conflit russo-ukrainien, entraînant une baisse du cours de (13,8)%.

S'agissant du multiple d'EBITDA extériorisé par l'Offre, jugé très inférieur à n'importe quelle opération ayant été réalisée au cours de la décennie écoulée.

L'actionnaire considère que l'Offre fait ressortir un multiple d'EBITDA très inférieur aux transactions observées dans le secteur (BAYER-MONSANTO, CHEMCHINA-SYNGENTA et même KWS-POP VRIEND SEEDS, à titre d'exemple).

Il convient tout d'abord de préciser que deux des trois transactions mentionnées par l'actionnaire⁵⁷ figurent dans l'échantillon de transactions comparables retenues. Toutefois, l'application directe des multiples extériorisés par ces transactions sur l'EBITDA de VILMORIN & CIE ne nous semble pas pertinente pour appréhender la valeur de la Société, compte tenu des différences observées dans la politique de capitalisation de la R&D qui aboutissent à majorer le niveau d'EBITDA de VILMORIN & CIE.

Ces différences nécessitent de retraiter l'EBITDA de VILMORIN & CIE à hauteur de la R&D capitalisée. Après prise en compte de ce retraitement, les valeurs retenues sont proches du prix d'Offre, comme nous le présentons en §0

Ainsi, cette analyse ne nous conduit pas à considérer que l'Offre sous-évalue la Société par rapport aux transactions récentes.

S'agissant du multiple extériorisé par l'Offre, jugé inférieur à la moyenne des comparables.

L'actionnaire considère que l'Offre fait ressortir des multiples de valorisation inférieurs à ceux extériorisés par les comparables boursiers de VILMORIN (notamment CORTEVA, KWS et SAKATA)

Pour les mêmes raisons que celles évoquées ci-avant, la divergence de politique de capitalisation de la R&D entre VILMORIN & CIE et les sociétés de l'échantillon de comparables boursiers nécessite de retraiter l'EBITDA à hauteur de la R&D capitalisée par VILMORIN & CIE, pour opérer des bases de comparaison cohérentes et non biaisées

Par ailleurs, nous précisons que l'application de multiples d'EBIT⁵⁸ aux agrégats 2023^E, 2024^E et 2025^E de VILMORIN & CIE extériorise des valeurs par action similaires à celles extériorisées en appliquant des multiples d'EBITDA à l'EBITDA post-IFRS 16 et retraité de la R&D capitalisée⁵⁹.

Ainsi, notre analyse ne nous conduit pas à considérer que l'Offre sous-évalue la Société par rapport aux multiples des principaux comparables boursiers.

⁵⁷ Nous n'avons pas retenu la transaction CHEMCHINA-SYNGENTA dans notre échantillon, dans la mesure où l'activité de SYNGENTA est davantage portée sur l'agrochimie.

⁵⁸ A la différence de l'EBITDA, l'utilisation de multiples d'EBIT permet de neutraliser l'impact des divergences de politiques comptables en matière de capitalisation des frais de R&D.

⁵⁹ Entre 54,1€ par action et 64,9€ par action pour les multiples d'EBITDA, et entre 53,6€ par action et 66,5€ par action pour les multiples d'EBIT (cf. §7.3.3).

S'agissant du multiple extériorisé par l'Offre, jugé inférieur à la moyenne historique de VILMORIN (en termes de Price Earning Ratio ou « PER »⁶⁰).

L'actionnaire considère que l'offre fait ressortir des multiples de valorisations inférieurs à la moyenne historique de VILMORIN & CIE sur les dix dernières années (en termes de *Price Earning Ratio*).

Sur la base du prix d'Offre, du nombre d'actions au 30 mars 2023 et du résultat net de l'exercice 2021-2022, le *Price Earning Ratio* de la Société est de 15,6x⁶¹, ce qui est certes inférieur à la moyenne dix ans (17,6x) mais supérieur aux niveaux moyens observés sur les cinq dernières années⁶².

Ainsi, notre analyse ne nous conduit pas à considérer que l'Offre sous-évalue la Société au regard des niveaux de PER historiquement observés.

S'agissant de la contribution des sociétés mises en équivalence.

L'actionnaire considère que la valeur retenue des sociétés mises en équivalence est sous-évaluée au regard des perspectives d'activité, notamment de la société AGRELIANT.

Sur la base des prévisions de résultat nets 2023E à 2028E communiquées par le Management, il ressort que les valorisations extériorisées sont en ligne avec les valeurs comptables au 31 décembre 2022.

Ainsi, notre analyse ne nous conduit pas à considérer que la valorisation retenue dans le cadre de l'Offre sous-évalue la contribution des sociétés mises en équivalences.

Par ailleurs, nous comprenons de nos échanges avec le management de la Société, qu'AGRELIANT fait actuellement face à de lourdes difficultés opérationnelles, nuisant significativement à sa profitabilité.

S'agissant du fait que le profil opérationnel de la Société devrait s'améliorer, entraînant une amélioration du profil du cash-flow.

L'actionnaire considère que le profil opérationnel de VILMORIN s'est amélioré ces dernières années, en raison :

- De la stratégie d'internationalisation réussie en Amérique Latine ;
- De l'amélioration attendue de la marge opérationnelle de l'activité Grandes Cultures ;
- Des investissements réalisés notamment sur les traits génétiques de maïs OGM de SYNGENTA, acquis pour 200 millions de dollars en 2015.

⁶⁰ Le PER se définit comme le rapport entre la capitalisation boursière de la société (ou son cours de bourse) et le résultat net de la société (ou son résultat net par action).

⁶¹ Prix d'offre (62,6 €) x nombre d'actions (22,9 millions) divisé par le résultat net part du Groupe (92,2 M€), soit un ratio de 15,6x.

⁶² Moyenne 1 an : 11,2x ; moyenne 2 ans : 12,2x ; moyenne 3 ans : 14,5x ; moyenne 5 ans : 15x ; moyenne 7 ans : 16,2x ; moyenne 10 ans : 17,6x (Source : Capital IQ)

Dans ce contexte, l'actionnaire considère que ces éléments, associés à une absence d'augmentation des CAPEX futurs, devrait améliorer le profil du cash-flow de la Société, et ainsi impacter favorablement sa valorisation.

Comme cela nous a été confirmé par le Management, ces éléments sont bien retranscrits dans le plan d'affaires et se matérialisent notamment par :

- Une amélioration des taux de profitabilité de l'activité Grandes cultures, dont le niveau attendu dans le plan d'affaires est supérieur à celui des cinq dernières années ;
- Des perspectives de résultat net plus élevés concernant la société AGRELIANT, comme cela a été présenté ci-avant.

Par ailleurs, contrairement à ce qu'indique l'actionnaire, le plan d'affaires de la Société prévoit bien une augmentation des investissements en valeur absolue, comme cela est énoncé en §7.3.2.

Ainsi, dans la mesure où l'ensemble des éléments susmentionnés sont effectivement intégrés dans le plan d'affaires utilisé par nous-même ainsi que les Etablissements Présentateurs, nous considérons que nos travaux de valorisation tiennent bien compte de ces éléments pour apprécier le prix d'Offre.

En synthèse, l'analyse sur les différents points soulevés par l'actionnaire ne nous conduisent pas à modifier notre appréciation du prix d'Offre.

11. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix offert

11.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix de l'Offre, soit 62,6 € par action, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant de nos évaluations selon les méthodes et références que nous avons jugé pertinentes :

Figure 23 – Synthèse des travaux d'évaluation de FINEXSI

FINEXSI		Prix d'offre : 62,6€		Prime/(Décote) offerte par le prix d'Offre de 62,60€ par action		
Méthode retenue à titre principal	DCF	53,1	63,2	18,0%	8,1%	(1,0)%
	Comparables Boursiers	53,6	66,5	16,8%		(5,8)%
	Transactions Comparables	56,3	60,0	11,2%		4,3%
Méthodes et références retenues à titre secondaire	Spot au 27/04/2023	43,1				45,4%
	CMPV 1 mois	43,4				44,2%
	CMPV 60 jours	45,8				36,7%
	CMPV 3 mois	45,9				36,5%
	CMPV 6 mois	46,3				35,1%
	CMPV 12 mois	44,1				42,0%
	Cours cible des analystes	52,0	76,0	20,4%	(4,8)%	(17,6)%

Source : analyses FINEXSI

11.2 Conclusion

Dans un contexte où la liquidité et la rotation du capital flottant du titre sont faibles, la présente Offre donne un accès immédiat à la liquidité pour les actionnaires minoritaires de la Société et on peut souligner le fait que :

- Sur les douze derniers mois avant l'Annonce de l'Offre, la liquidité du titre était portée en partie par LIMAGRAIN, dont les volumes de transactions représentaient près de 22% des transactions intervenues sur la période comprise entre le 5 mai 2022 et le 17 octobre 2022. Ces transactions ont extériorisé un cours moyen pondéré de 41,6 €, très inférieur au prix d'Offre ;
- Depuis l'Annonce de l'Offre, plus de 1,5 million de titres VILMORIN & CIE ont été échangés (dont 1,2 million de titres acquis par l'Initiateur au prix de 62,6 € par action correspondant au prix d'Offre), montrant l'intérêt des actionnaires minoritaires pour l'Offre, le cours s'étant ajusté sur le niveau du prix d'Offre.

Le prix d'Offre fait ressortir, en fonction des critères analysés :

- Concernant le cours de bourse, une prime de 45,4% par rapport au cours de clôture avant annonce de l'Opération, et des primes comprises entre 35,1% et 44,2% par rapport aux cours moyens pondérés des volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois ;
- Concernant l'approche par les flux futurs de trésorerie actualisés que nous considérons comme la plus appropriée pour estimer la valeur intrinsèque de l'action VILMORIN & CIE, une prime de +8,1% sur la valeur centrale de 57,9 € par action. Selon cette méthode, la valeur de l'action VILMORIN ET CIE est comprise entre 53,1 € et 63,2 €, le prix d'Offre est ainsi légèrement en dessous du haut de fourchette (-1,0 %). Cette méthode a été mise en œuvre à partir du plan d'affaires du management que nous estimons volontariste sur la base de nos discussions avec celui-ci et de nos analyses de sensibilités. Sur ces bases, nous considérons que le prix d'Offre donne la pleine valeur sans avoir à supporter le risque d'exécution de ce plan d'affaires, que le Management considère comme ambitieux ;
- Concernant les autres méthodes mises en œuvre et références retenues à titre secondaire, des primes sur les valeurs centrales issues de la méthode des comparables boursiers (+4,3%) et des transactions comparables (+7,6%), et une décote sur la moyenne des objectifs de cours des analystes (-4,8%), dont le niveau de dispersion s'avère être néanmoins important (allant de 52 € à 76 €).

Sur la base de ces éléments d'appréciation, nous sommes d'avis que le prix retenu pour l'Offre de 62,6 € par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de VILMORIN & CIE. Ce prix d'Offre serait également équitable en cas de mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire.

Fait à Paris, le 25 mai 2023

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Jean-Marc BRICHET
Associé



Olivier PERONNET
Associé

12. Annexes

12.1 Présentation du cabinet FINEXSI et déroulement de la mission

L'activité de FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts-Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités de commissariat aux comptes, d'acquisitions et cessions d'entreprises, d'apports et fusions, d'évaluation et d'expertise indépendante et d'assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel a un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération	Banque(s) conseil ⁽¹⁾
août-21	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-21	Prodware	Phast Invest	Banque Degroof Petercam	Offre Publique d'Achat	-
nov.-21	SQLI	DBAY Advisors	Messier & Associés	Offre Publique d'Achat	Rothschild & Co
déc.-21	LV Group	LVMH	Natixis	Offre Publique de Retrait	-
mai-22	Pierre & Vacances Center Parcs	-	-	Augmentation de capital réservée et augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	-
mai-22	Figeac Aero	-	-	Augmentation de capital réservée à Tikehau Ace Capital	-
mai-22	Ucar	Goa LCD (filiale de Cosmobilis)	Rothschild Martin Maurel	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Rothschild & Co
juil.-22	Nextstage	Nextstage Evergreen	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
août-22	Technicolor Creative Studios	-	-	Introduction en Bourse et distribution simultanée de 65% des titres aux actionnaires de Technicolor	-
sept.-22	Cast	Financière Da Vinci	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
oct.-22	Bluelinea	Apicil	CIC Market Solutions	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
oct.-22	EDF	Etat français	Goldman Sachs, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Lazard, BNP Paribas, Morgan Stanley
déc.-22	Somfy	J.P.J.S., JP3	Rothschild Martin Maurel, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Natixis, Portzamparc BNP Paribas et	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Rothschild & Co
déc.-22	Groupe Flo	Groupe Bertrand	BNP Paribas	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
déc.-22	Manutan International	Spring holding SAS	Degroof Petercam et CIC Market Solutions	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Transactions & Compagnie
févr.-23	CS Group	Sopra Steria	Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Ulysse & Co
mars-23	Lisi	Lisi	Degroof Petercam et BNP Portzamparc	Offre Publique de Rachat d'Actions	Degroof Petercam et BNP Portzamparc

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 180 K€, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1 - Prise de connaissance détaillée de l'Offre envisagée, des modalités et des contextes spécifiques dans lesquels elle se situe ;
- 2 - Détermination et mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère de VILMORIN & CIE comprenant notamment :
 - Analyse des risques et opportunités identifiés pour VILMORIN & CIE susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse étant présentée sous la forme de matrice SWOT ;
 - Choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - Analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
 - Examen de la performance financière historique de VILMORIN & CIE ;
 - Analyse de l'information publique incluant la revue des notes d'analystes ;
 - Analyse du plan d'affaires avec le management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence, permettant la mise en œuvre d'une modélisation des flux futurs de trésorerie actualisés au taux jugé pertinent (*Discounted cash flows* ou DCF) ;
 - Identification des comparables boursiers et transactionnels et exploitation de l'information disponible les concernant (si pertinent) ;
 - Examen des transactions intervenues précédemment sur le capital de la société VILMORIN & CIE ;
 - Examen du positionnement du prix d'offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation mis en œuvre et des références retenues dans le cadre d'un retrait obligatoire ;

- Analyse de sensibilité des paramètres structurants identifiés et des principaux paramètres de marché jugés opportuns (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini...);
- Examen du positionnement du prix d'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation.
- 3 -** Analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par les Etablissements Présentateurs ;
- 4 -** Analyse des éventuels accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre conformément aux alinéas 2 et 4 de l'article 261-1 I du Règlement Général précité ;
- 5 -** Prise en compte des observations éventuellement formulées par les actionnaires minoritaires et échanges avec l'AMF ;
- 6 -** Restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité ad hoc du Conseil d'Administration ;
- 7 -** Etablissement d'un rapport, dont les conclusions sont présentées sous la forme d'une attestation d'équité, sur le caractère équitable de l'OPAS et du RO si les conditions de sa mise en œuvre sont remplies, à destination du Comité ad hoc et du Conseil d'Administration.

Dans le cadre de la mission, VILMORIN & CIE a fourni à FINEXSI tous les documents nécessaires au bon accomplissement de ses travaux. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs, et n'ont pas l'objet de vérification particulière.

Il n'entrait pas dans la mission de FINEXSI de procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui auraient pu lui être communiqués.

Calendrier de l'étude

17 avril 2023	Désignation de FINEXSI comme expert indépendant par le Conseil d'Administration de VILMORIN & CIE
25 avril 2023	Réunion de présentation des travaux de valorisation d'une des Banques Présentatrices (LAZARD)
26 avril 2023	Réunion de présentation du plan d'affaires avec M. CARVALHO (Directeur Financier de VILMORIN)
10 mai 2023	Premier point d'étape avec le Comité ad hoc
12 mai 2023	Réunion de présentation du plan d'affaires avec Régis FOURNIER (Directeur Grandes Cultures), Rémi BASTIEN (Directeur Potagères), M. Carvalho (Directeur Financier de VILMORIN)
15 mai 2023	Réunion de présentation avec l'ensemble des Banques Présentatrices
22 mai 2023	Second point d'étape avec le Comité ad hoc
Du 15 au 25 mai 2023	Finalisation du contrôle qualité interne de notre rapport
25 mai 2023	Troisième réunion avec le Comité ad hoc et présentation de nos analyses détaillées et de nos conclusions
25 mai 2023	Obtention des lettres d'affirmation de la part de l'Initiateur et de la Cible Remise du rapport d'attestation d'équité
26 mai 2023	Présentation au Conseil d'Administration de VILMORIN & CIE

Liste des personnes rencontrées ou contactéesVILMORIN & CIE

- Monsieur Anthony CARVALHO, Directeur Financier
- Monsieur Régis FOURNIER, Directeur de la branche Semences de Grandes Cultures
- Monsieur Rémi BASTIEN, Directeur de la branche Semences Potagères

Comité ad ho

- Madame Marie-Yvonne CHARLEMAGNE, Administratrice indépendante
- Madame Géraldine BÖRTLEIN, Administratrice indépendante
- Monsieur Benoist DE SAINT LAGER, représentant BPIFRANCE INVESTISSEMENT, administrateur

WILLKIE FARR & GALLAGHER LLP, Conseil juridique de VILMORIN & CIE

- Maître Fabrice VEVERKA, Avocat Associé
- Maître Victor CANN, Avocat

GIDE, Conseil juridique de LIMAGRAIN

- Maître Olivier DIAZ, Avocat Associé
- Maître Agathe DELALANDE, Avocat

LAZARD, Etablissement Présentateur

- Monsieur Charles DUHAMEL, Managing Director
- Monsieur Tristan DE LUSSY, Director
- Madame Clara ALMENDROS, Vice President
- Madame Ines POURTANEL, Associate
- Madame Elena SCIBILIA, Analyste

CIC, Etablissement Présentateur

- Monsieur Thibaut SIMMONET, Head of ECM
- Monsieur Bruno GAHERI, Deputy Head of ECM Paris
- Madame Marion GILLMAN, Manager ECM

SOCIETE GENERALE, Etablissement Présentateur

- Monsieur Bertrand ZANIN, Director
- Madame Elise GIRAUD, Analyste

CREDIT AGRICOLE CIB, Etablissement Présentateur

- Madame Elodie FROIDURE, Managing Director

Sources d'information utilisées

Les principales informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs natures :

Informations communiquées par les différentes parties prenantes :

- Documentation financière et juridique relative à l'Opération ;
- Documentation juridique « Corporate », comptable et financière ;
- Plan d'affaires 2023e - 2028e préparé par le management ;
- Détail des déficits fiscaux reportables et des perspectives de consommation de ces déficits en date du 30 juin 2022 ;
- Niveaux de BFR mensuels sur la période septembre 2018 – mars 2023 ;
- Notes d'analystes suivant le titre Vilmorin & Cie ;
- Rapport d'évaluation réalisé par les Etablissements Présentateurs ;
- Projet de note d'information.

Informations de marché et bases de données :

- Documents d'Enregistrement Universel des cinq derniers exercices clos ;
- Rapport Financier Semestriel des deux derniers exercices clos ;
- Communication financière de Vilmorin & Cie sur les cinq derniers exercices et au 31 décembre 2022 ;
- Communication de Vilmorin & Cie relative à l'Opération (communiqué de presse) ;
- Cours de bourse, comparables boursiers et transactionnels, consensus de marché : Capital IQ, Epsilon et MergerMarket, rapports annuels des sociétés comparables et notes d'analystes ;
- Données de marchés (taux sans risques, prime de risque, bêta, etc.) : Capital IQ, Associes en Finance, Banque de France, Damodaran, Duff & Phelps, Fond Monétaire International ;
- Données macroéconomiques et sectorielles : études Xerfi.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (Associé) et Jean-Marc BRICHET (Associé), ont notamment été assistés de Messieurs Thomas LIBS (Senior Manager), Alban DUCASSY (Superviseur), Paul QUINTARD (Senior) et Pierre-Alexandre RAVOIRE (Analyste).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des analyses et travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion de l'associé signataire et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les associés signataires.

12.2 Lettre de mission



FINEXSI

A l'attention de Messieurs Olivier
PERONNET et Jean-Marc BRICHET
14, rue de Bassano
75116 PARIS

17 avril 2023

Cher Messieurs,

Vilmorin & Cie (la « Société » ou « Vilmorin ») est un acteur de référence dans le secteur des semences, contrôlé par la coopérative agricole auvergnate Limagrain.

Avec près de 6 000 variétés commercialisées, Vilmorin est le 4ème acteur mondial du secteur. Présent physiquement dans plus de 49 pays, Vilmorin réalise plus de 1,5 milliard d'euros de chiffre d'affaires dans plus de 150 pays. Son modèle économique repose sur deux activités principales : les semences de grandes cultures (52% du chiffre d'affaires) où le groupe occupe le 7ème rang dans le monde, les semences potagères (45% du chiffre d'affaires) où il occupe la position de leader. Le solde, soit 3% du chiffres d'affaires correspond aux produits de jardin.

Lors de sa réunion du 17 avril 2023, le conseil d'administration de la Société a mis en place en son sein un comité *ad hoc* (le « Comité »), ayant pour mission d'examiner les termes et conditions du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant le solde du capital de la Société (l'« Offre ») qui serait initiée par Limagrain Participation (l'« Initiateur »), société créée pour les besoins de l'opération, détenue à 100% par la Coopérative Limagrain et agissant de concert avec l'ensemble des sociétés du groupe actionnaires de Vilmorin (Coopérative Limagrain, Groupe Limagrain Holding et Sélia, ci-après le « Concert »).

Cette Offre, visant les actions de la Société au prix de 62,60 euros par action, serait suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire.

Dans ce contexte, la mission du comité *ad hoc* vise à suivre le déroulement de l'opération, de recommander un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'offre publique en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation d'avis motivé sur le projet d'Offre au Conseil d'administration. Elle inclut également l'examen des accords ou éléments susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, le cas échéant.

Dans le cadre de la préparation du projet d'Offre, le conseil d'administration de la Société a procédé le même jour, sur recommandation du Comité, à la désignation du cabinet Finexsi Expert et Conseil Financier (« Finexsi ») en qualité d'expert indépendant, chargé de porter une appréciation sur l'évaluation du prix des actions de la Société retenu dans le cadre de l'Offre, y compris dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire.

.....



Cette désignation est intervenue sur le fondement des articles 261-1-I 1° et 4° et 261-1-II du Règlement général de l'Autorité de marchés financiers (« l'AMF ») et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020.

C'est dans ce contexte que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission dont le contenu a été validé par le Comité ad hoc.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « Mission »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres Vilmorin qui sera proposé aux actionnaires minoritaires, et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre suivie éventuellement du retrait obligatoire. Il devra permettre au Conseil d'administration de Vilmorin d'apprécier les conditions financières de proposées par l'Initiateur afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF :

261 – 1 I. « La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

1. Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre

(Vilmorin est contrôlée directement ou indirectement par le Concert)

- 261 – 1 II. La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16. »

(L'Initiateur a indiqué son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire)



Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission s'inscrira dans le calendrier suivant concernant l'Offre :

17 avril 2023 :	Début de la Mission
28 avril 2023 :	Dépôt du Projet de Note d'Information
25 mai 2023 :	Présentation de votre projet de rapport finalisé au comité <i>ad hoc</i>
26 mai 2023 :	Conseil d'administration de la Société émettant son avis motivé sur le projet d'Offre et remise de votre rapport définitif
26 mai 2023 :	Dépôt du projet de note en réponse de Vilmorin
Juin 2022 :	Collège de l'AMF / Décision de conformité sur l'Offre

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Vous nous avez confirmé lors de nos échanges que vous disposiez d'ores et déjà de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport.

En outre, en cas d'offre de fermeture, un délai minimum de 15 jours de bourse doit être respecté entre le dépôt du projet de note d'information par l'initiateur et le dépôt du projet de note en réponse intégrant le rapport de l'expert indépendant.

Le calendrier susvisé est conforme à ces délais.

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par Finexsi dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du Règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- Des entretiens réguliers avec le management de la Société et le Comité ad hoc ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de la Société (analyse du cours de bourse, flux de trésorerie prévisionnels actualisés (DCF), comparables boursiers, transactions comparables, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société...);
- L'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par les établissements présentateurs de l'Offre ;

.....
Vilmorin & Cie



Les activités semences de **Limagrain**.

- L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ; et
- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

Conflit d'intérêt

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés, sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Veuillez agréer, chers Messieurs, en l'expression de nos salutations distinguées.

Franck Berger
Directeur Général Délégué

Anthony Carvalho
Directeur Financier

Signé par Franck BERGER
Le 25/05/2023

Signed with
universign

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'F. Berger', written over a light blue horizontal line.

Signé par Anthony CARVALHO
Le 25/05/2023

Signed with
universign

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'A. Carvalho', written over a light blue horizontal line.