

ANALYSE FINANCIERE DU GROUPE THOMAS FLEURS

Eric Gorgeu
Tel : 06.60.26.57.90

Le 02 juin 2009

Données boursières



Nombre de titres en circulation : 3.438.700

Capitalisation boursière : 13 M€

Plus Haut depuis 1 an : 5,49€

Plus Bas depuis 1 an : 3,15€

Variation depuis le 01 janvier 2009 : -33,33%

Compte de résultats et Bilan résumés

en €	2007	2008	2009p	2010p	2011p
Chiffre d'affaires	12 875 949	24 944 609	34 701 079	42 314 676	48 870 485
Résultat d'exploitation	365 440	-741 471	2 696 611	5 719 704	7 031 201
Résultat net	286 974	-445 620	1 751 368	3 742 156	4 715 765
Marge d'exploitation	2,8%	-3,0%	7,8%	13,5%	14,4%
Marge nette	2,2%	-1,8%	5,0%	8,8%	9,6%
Capitaux propres	4 945 579	4 385 139	6 132 687	9 870 641	14 151 694
Trésorerie nette	0	0	0	0	1 835 041
Dettes nettes	589 119	6 276 641	6 547 377	2 593 226	0
PER*	41,9	-27,0	6,9	3,2	2,5
BPA	0,08	-0,13	0,51	1,09	1,37
CFPA	0,15	-0,04	0,70	1,34	1,67
ANPA	2,69	4,42	6,15	8,20	10,27
VE/ CA*	1,0	0,7	0,5	0,3	0,2
VE/ REX*	34,5	-24,7	6,9	2,6	1,4
ROE	5,8%	-10,2%	28,6%	37,9%	33,3%
ROCE fiscalisé	6,9%	-5,3%	20,8%	41,0%	53,3%

* base = valorisation après décote à 12,02 M€

Le marché

Le marché des fleurs coupées poursuit sa mutation. Sous l'impulsion des chaînes de franchise, le marché continue à se structurer. Capables d'offrir des prix attractifs, ces enseignes sont aujourd'hui de redoutables concurrents pour les fleuristes indépendants.

Dans l'hexagone, le marché total de la fleur coupée est estimée à plus de 3 Md€. Même si ce marché est encore détenu en grande partie par près de 14.000 points de vente indépendants, les enseignes de franchise multiplient les ouvertures de magasins, conduisant ainsi à une certaine structuration du réseau, inévitable dans le contexte actuel.

La vente de fleurs coupées et de plantes d'intérieur fait partie des rares secteurs de consommation à être relativement épargné par la crise économique actuelle. Ce marché reste en effet peu corrélé aux aléas conjoncturels, sa croissance s'appuyant davantage sur de solides moteurs structurels (accroissement du nombre de ménages par exemple) et culturels (tradition d'achats de fleurs pour certaines occasions, engouement pour la décoration intérieure,...).

En dépit de ce contexte favorable, selon l'institut d'étude Xerfi, les opérateurs, quels qu'ils soient, doivent faire face à des conditions concurrentielles délicates. Acteurs historiques de ce marché et encore largement majoritaires, les fleuristes indépendants sont confrontés à la montée en puissance progressive des « non spécialistes », en tête des quels les jardinerie.

Le mouvement actuel de structuration que nous avons évoqué précédemment, traduit une tendance de fond : le circuit des détaillants est en déclin, et les réseaux organisés prennent le pas sur les circuits traditionnels.

La profession se trouve également fragilisée par de faibles barrières à l'entrée et une menace élevée en provenance des produits de substitution. Tous les acteurs opérant dans les domaines du cadeau/remerciement (vin, chocolat, parfums, etc..) ou de la décoration sont de fait des concurrents indirects.

Toujours selon Xerfi, ce renforcement de la concurrence impose aux acteurs en place, qu'ils soient jardinerie, fleuristes ou grandes surfaces alimentaires (GSA), d'adopter des stratégies de croissance efficaces, en fonction de leurs caractéristiques et problématiques propres.

Pour les enseignes de fleuristes, comme Monceau Fleurs ou Rapid'Flore, l'augmentation de la taille du réseau fait partie des axes majeurs de développement. A travers les contrats d'enseigne, ce type d'opérateurs met l'accent sur les politiques d'approvisionnement, variété de l'offre et homogénéisation des prix, tout en développant des stratégies originales en matière de concept de magasins et de services complémentaires, tels que la communication ou la formation.

En parallèle, le développement du e-commerce apparaît comme une opportunité à ne pas manquer, à l'heure où de nouveaux acteurs, comme Aquarelle ou Le Bouquet Nantais ont investis ce marché en y apportant des concepts et une rapidité aptes à séduire les clients.

Pour les GSA, les stratégies mises en place visent à maximiser le panier moyen du consommateur, par le biais du développement des rayons non-alimentaires. La progression du poids des GSA dans le segment des végétaux d'intérieurs passe par une amélioration de l'offre produit.

La présentation de ces fleurs et végétaux est essentielle, surtout quand les achats sont souvent des achats d'impulsion. Une amélioration de la qualité, du choix et du conseil pourraient à terme favoriser des achats plus « raisonnés », facteurs de récurrence et moindres aléas.

Enfin, les jardineries, comme Jardiland ou Truffaut, doivent capitaliser sur leur expertise dans le végétal, afin de réussir leur diversification sur le segment des fleurs. Par exemple, la mise en place de concepts de fleuristeries intégrées aux magasins constituerait un levier majeur de renforcement de l'offre en végétaux d'intérieur, donc leur poids sur le marché.

Le marché des fleurs coupées et plantes d'intérieur est loin d'être stabilisé. Dans un contexte de plus en plus concurrentiel, il semble que les chaînes de franchise vont continuer à prendre des parts de marchés aux fleuristes indépendants. Il existe donc un réel potentiel en matière de stratégie d'enseigne et de regroupement potentiel.

Enfin, le marché reste ouvert à de nombreuses initiatives originales comme celles des acteurs « low-cost », comme la marque Happy, qui mettent en avant des coûts très bas, ou comme les spécialistes « produits », à l'image de « Au Nom de la Rose », unique enseigne de fleurs dédiée à la rose.

Le potentiel existe donc en France mais pas seulement ; car l'exportation du modèle « à la française » débute dans des pays aussi divers que le Japon ou l'Allemagne.

La société

Créé en 1993 par Thomas Van Pul, son actuel PDG, le groupe Thomas Fleurs est spécialisé dans la vente en gros de fleurs coupées et de plantes d'appartements auprès de fleuristes professionnels et détaillants en France.

S'appuyant sur un modèle original de distribution « Cash & carry » par le biais de dépôts modernes, le groupe a développé 7 plateformes de ventes dans de grandes villes françaises : Avignon, Nancy, Hyères, Montpellier, Clermont Ferrand et Marseille et tout récemment Barcelone en Espagne.

Le groupe a parallèlement investi le secteur de l'e-commerce en B-to-B avec la mise en place d'un site internet dédié de vente en ligne de fleurs coupées et de plantes en gros. Enfin, Thomas Fleurs commercialise un concept de tableau floral novateur, Wallflower.

Dans un domaine connexe au marché des fleurs coupées, le groupe a mis au point avec l'aide de l'Anvar des chariots pliables et légers, aptes à apporter des améliorations logistiques substantielles à la profession ; Thomas Fleurs ambitionne de vendre rapidement ces chariots sur le cadran de FloraHolland et à la grande distribution.

Depuis son inscription sur le Marché Libre de la Bourse de Paris en octobre 2006, le groupe Thomas Fleurs a connu des développements majeurs, résultant aussi bien d'une forte croissance organique que d'opérations de croissance externe, s'appliquant aussi bien dans son activité historique que dans de nouvelles activités, connexes de l'activité historique.

Le groupe a ainsi déménagé de son siège historique vers une plateforme entièrement neuve, conçue spécifiquement pour ses besoins, créé plusieurs filiales, conçu, mis au point et lancé la fabrication et la commercialisation du concept de décoration florale Wall Flower.

Le dernier trimestre de l'année 2008 a été marqué par deux opérations majeures, l'acquisition de la centrale d'achat néerlandaise Gouverneur, à hauteur de 100% et l'inauguration du nouvel espace de vente de Phocéa Marseille en octobre 2008

Elément majeur de cette fin d'année 2008, le groupe Thomas Fleurs a acquis la société Gouverneur, basée aux Pays-Bas, qui est un des négociants habilité à opérer sur le cadran FloraHolland, où s'approvisionnent les grossistes en fleurs coupées tel que Thomas Fleurs. Ce dernier effectue d'ailleurs près de 60% de ses achats auprès de ce négociant.

Cette acquisition permet au groupe de se positionner en amont de la chaîne commerciale et aussi d'intégrer la marge négociant, lui économisant ainsi 10% sur tous les achats effectués par Gouverneur au niveau du cadran. Elle sécurise aussi les achats des filiales du groupe, notamment celles qui ne s'y approvisionnaient pas.

Des économies de coûts divers, comme la suppression de certains frais et des redevances de siège que Gouverneur supportait jusqu'à présent, et l'accroissement des volumes devraient avoir des effets très positifs sur les taux de marge dégagés par Gouverneur.

Outre les activités de négociant habilité, la société Gouverneur dispose d'un parc de 470 chariots mis à la disposition de ses clients grossistes. Le groupe Thomas Fleurs a détecté des opportunités de croissance forte dans le segment de la location de chariots, en s'appuyant sur la proximité de Gouverneur avec les exportateurs et ensuite en déclinant ce concept de chariots auprès d'autres utilisateurs potentiels.

Fin 2007, le groupe Thomas Fleurs a pris une participation dans le capital de Phocéa Fleurs, implantée à Marseille. Ceci lui permet d'acquérir un grossiste en fleurs coupées présent sur le Marché d'Intérêt National (MIN) de Marseille, et ainsi de renforcer le positionnement du groupe en tant que grossiste de proximité.

Cette implantation marseillaise a fait l'objet de travaux de rénovation et début octobre 2008, un nouvel espace de vente de plus de 1.000m², entièrement réaménagé et porté aux standards de qualité du groupe Thomas Fleurs, a été ouvert, ce qui permet ainsi d'offrir une nouvelle plateforme de vente dédiée aux professionnels.

Toutes ces opérations ont malheureusement pesées sur les comptes du groupe. L'année 2008 peut donc être considérée comme un exercice de transition, pendant lequel le groupe d'une part a doté ses filiales des moyens nécessaires à leur développement, amélioration des points de vente, accroissement des capacités de vente, et d'autre part, poursuivi son développement aussi bien en aval, nouvelles implantations, qu'en amont, par la sécurisation des approvisionnements.

Le chiffre d'affaires 2008 reflète l'ensemble des opérations initiées par le groupe, en atteignant 24,94 M€, soit un doublement par rapport à 2007. L'analyse par filiale des CA réalisés aboutit aux commentaires suivants :

- **Thomas Fleurs Avignon** : CA 2008 : 9,59 M€ vs 9,46M€. L'année 2007 avait enregistré une vente exceptionnelle de chariots pour un montant de 629K€, vente qui n'a été que de 454 K€ en 2008. Néanmoins, la structure a continué à enregistrer une croissance de ses ventes de fleurs, +212 K€, avec des produits complémentaires, refacturation de loyers par exemple.
- **Springtime Nancy, Savid Hyères** et l'ensemble consolidé **Fleurs Cash Auvergne + Berry Fleurs** : CA 2008 respectivement de 2,65M€, de 2,26 M€. et 2,67 M€ Ces trois filiales sont en ligne avec leurs estimations de croissance de leurs CA.
- **FlorLanguedoc** : a démarré début mai 2008 son activité, pour atteindre rapidement un CA de 1,36 M€. Cette plateforme permet à Thomas Fleurs d'être le seul acteur de la région dédié uniquement aux fleuristes professionnels

- **Wallflower**: CA de 1,07M€. Ce niveau de CA est supérieur aux attentes, traduisant tout l'intérêt du concept. Il faut souligner une importante accélération du CA vers la fin d'année.
- **Flora Provence** : CA 2008 de 5,5 M€, niveau qui était attendu seulement en 2009. A la différence de la plupart des autres sociétés du groupe, Flora Provence n'est pas basée sur le modèle « cash & carry » et ne dispose pas de plateforme de ventes. Toutes ses ventes sont directement expédiées aux clients.
- **Phocea Marseille** : CA 2008 de 0,75 M€. Comme nous l'évoquions précédemment, la filiale a vu l'ouverture d'un nouvel espace de vente en octobre 2008, ce qui devrait avoir un effet accélérateur sur les ventes futures.
- **MacFleurs** : CA de 267 K€, la société est un site internet de vente et de distribution de fleurs coupées à destination des fleuristes professionnels, détaillants ne souhaitant pas se déplacer mais donc ne tirant pas avantages des facilités de « cash & carry ». Le CA est un peu plus faible qu'attendu, mais il valide le concept développé.
- **Gouverneur** : CA de 10,3 M€. Bien qu'acquise fin 2008, le CA de la société est intégré rétroactivement au 1^{er} janvier 2008.

Comme nous l'indiquions précédemment, l'exercice 2008 supporte les différentes charges d'acquisition ou de renouvellement des plateformes, ce qui devrait permettre au groupe de saisir les modalités de la reprise. En conséquence, le résultat d'exploitation affiche une perte de -741 K€. Trois structures contribuent à ce recul significatif :

- **Thomas Fleurs Avignon** : qui affiche un REX de -347 K€. La filiale a été affectée par une contraction conjoncturelle de sa marge brute sur les achats consommés, qui est passée de 35% à 31%, et par une hausse des autres charges externes (transport, emballage, honoraires et publicité), qui ont fortement amoindri la valeur ajoutée.

D'autre part, les frais de personnel représentent en 2008 6,1% contre 4,7% en 2007 ; la progression s'explique notamment par la 1^{ère} rémunération du président ainsi que par de nouvelles embauches, accompagnées d'évolution salariales. Enfin, la dotation aux amortissements s'accroît des amortissements des nouveaux chariots (2000 chariots pour le parc locatif).

- **Wallflower**: REX de -400 K€. Comme nous l'avons vu, cette filiale est en pleine phase de démarrage. Pour faire face à l'accélération de l'activité en fin d'année, dans une activité très manuelle, elle a été obligée de recourir massivement à de l'intérim, ce qui a pesé pour 210 K€ dans les comptes. De plus, la filiale a été confrontée à des difficultés de mise au point et de gestion de ses encours marchandises.

- **FlorLanguedoc** : REX 2008 de -400 K€. Cette création 2008 a nécessité pour son démarrage de très gros efforts commerciaux, marchandises toujours fraîches, induisant des marges quasi nulles, ainsi que des dépenses d'installation liées à ce démarrage.

L'activité elle-même n'a été opérationnelle qu'en Mai 2008 alors que les dépenses étaient effectives depuis le début de l'année.

En consolidé, les dotations aux amortissements passent de 233 K€ à 422 K€, reflétant d'une part l'amortissement des nouveaux chariots mis en location et d'autre part l'amortissement de l'acquisition de Gouverneur.

En matière d'impôts, le groupe Thomas Fleurs a pu bénéficier d'une part de Crédits d'Impôts Recherche, et d'autre part du Report en arrière de ses pertes. La somme de ces éléments fait ressortir un montant positif de 470K€.

Pour financer les développements et les acquisitions, le groupe a fait appel à la dette. L'endettement financier net est ainsi passé de 589 K€ à 6.277 K€.

Le gearing s'élève donc à 143%, ce qui devrait amener le groupe à rapidement réfléchir à une manière de réduire ce poids excessif de la dette. Il faut toutefois relativiser ce chiffre car environ 1,06 M€ provient d'écritures comptables de consolidation.

En effet, l'escompte des créances clients intragroupes est neutralisé par la baisse corrélative des dettes fournisseurs intragroupe. Cela induit de facto une baisse de la trésorerie négative. L'endettement réel serait alors plus proche de 5,22 M€.

Conséquence de cette progression de l'endettement, les frais financiers ont eux – mêmes cru de manière significative, passant de 66 K€ à 323K€. Outre les intérêts des emprunts, le groupe a dû passer des écritures de provision pour dépréciation de valeurs mobilières sur des titres Batla Minerals qu'il possède.

En conséquence, le résultat net consolidé du groupe Thomas Fleurs fait état d'une perte de 445.620€, après prise en compte des minoritaires.

CA Consolidés					
Euros	2007	2008	2009e	2010p	2011p
CA Avignon	9 461 685	9 586 552	15 181 745	17 956 685	20 532 153
CA Springtime Nancy	2 450 975	2 652 404	2 820 000	3 050 000	3 324 500
CA Savid Hyères	1 902 546	2 256 434	2 594 899	2 984 134	3 342 230
CA Clermont Ferrand	1 118 785	2 665 201	3 064 981	3 524 728	3 947 696
CA FlorLanguedoc	0	1 362 297	2 800 000	3 360 000	3 864 000
CA MacFleurs (Internet)	118 421	267 412	530 000	780 000	1 014 000
CA Phocéa	0	747 330	1 500 000	1 900 000	2 280 000
CA Floraprovence	1 413 604	5 501 434	6 051 577	6 656 735	7 322 409
CA Wallflower	0	1 069 667	3 300 000	5 000 000	6 500 000
CA Barcelone	0	0	2 100 000	2 300 000	2 530 000
CA Gouverneur		10 306 202	11 732 822	13 700 756	13 859 156
=> Total	16 466 016	36 414 933	51 676 025	61 213 039	68 516 144
Eliminations	3 590 069	11 470 324	16 974 946	18 898 363	19 645 659
CA CONSOLIDE	12 875 947	24 944 609	34 701 079	42 314 676	48 870 485

Source : Société, Volnay Consulting

Pour 2009, nous anticipons un CA consolidé de 34,7 M€. Le CA de Thomas Fleurs Avignon devrait progresser de manière significative, porté d'une part par l'activité historique de la société (+6% estimé) et d'autre part par les développements initiés dans l'activité chariots, qui devrait devenir pleinement opérationnel.

Le CA de FlorLanguedoc devrait traduire en 2009 le fonctionnement normal de cette filiale, dont le positionnement particulier devrait attirer un nombre croissant de fleuristes.

Les efforts d'investissements réalisés pour le compte de Wallflower se concrétiseront par le quasi triplement du CA en 2009, soutenu aussi par les contrats en cours avec des jardinerias prestigieuses (Truffaut et Botanic).

En mars 2009, le groupe Thomas Fleurs a acquis 75% d'un grossiste en fleurs catalan, devenu Thomas Majorista De Flors, à Barcelone, dont l'établissement existe depuis 1974.

Cette nouvelle implantation, outre la génération de CA qu'elle va autoriser, présente plusieurs intérêts, dont celui d'être une plateforme d'observation pour un déploiement commercial du groupe en Espagne. D'ores et déjà, Thomas Fleurs anticipe un niveau de CA de près de 2,1 M€ réalisé dès 2009.

Enfin, le CA de Gouverneur devrait passer de 10,3 M€ à 11,7 M€ ; en bénéficiant des mesures de développement évoquées précédemment dans les perspectives de cette structure.

Pour 2010, le chiffre d'affaires consolidé est attendu à 42,3 M€, avec des croissances fortes dans toutes les filiales. Pour 2011, on peut s'attendre à ce que le chiffre d'affaires consolidés frôle les 50M€.

En termes de résultat net, nous anticipons un redressement de ce dernier pour 2009, avec un objectif de 1,75 M€, soit une marge nette de 5%. Cet objectif peut paraître ambitieux mais il traduit d'une part les perspectives de retournement du groupe, après l'exercice de transition 2008, et d'autre part, les conséquences des différents investissements réalisés pour améliorer les niveaux de marge.

Pour 2010, les efforts accomplis devraient porter leurs fruits et le résultat net atteindrait 3,74 M€, soit une marge de 8,8%. Enfin, nous estimons que le mouvement d'amélioration se poursuivra en 2011, avec une anticipation de résultat net consolidé de 4,7 M€, soit une marge nette de près de 9,6%.

Résultats nets Consolidés					
Euros	2007	2008	2009e	2010p	2011p
RN Avignon	345 730	-262 218	317 503	766 454	1 173 329
RN Springtime Nancy	27 224	38 546	66 269	130 842	169 821
RN Savid Hyères	-39 461	39 074	111 247	145 595	212 829
RN Clermont Ferrand	28 139	76 348	97 477	151 670	214 734
RN FlorLanguedoc (Montpellier)	0	-285 067	40 487	158 855	269 394
RN MacFleurs (Internet)	637	2 312	56 225	103 131	146 842
RN Phocéa	13 515	-60 461	8 869	72 201	129 996
RN Floraprovence	7 023	30 582	101 368	186 981	281 221
RN Wallflower	0	-285 624	598 366	1 066 068	1 559 309
RN Barcelone	0	0	108 854	131 894	152 262
RN Gouverneur	0	81 042	328 372	1 233 333	1 317 933
=> Total	382 807	-625 466	1 835 037	4 147 025	5 627 670
Eliminations	-82 317	179 846	-83 669	-404 869	-911 905
RN CONSOLIDE	300 490	-445 620	1 751 368	3 742 156	4 715 765
Marge nette	2,3%	-1,8%	5,0%	8,8%	9,6%

Source : Société, Volnay Consulting

Comme nous l'avons souligné dans le chapitre « le marché », cette conjoncture engendre une fragilisation des petites structures, touchées par la raréfaction des moyens de crédit ou la diminution des encours, ce qui devrait faciliter des restructurations de marché.

Les acquisitions les plus intéressantes pour le groupe Thomas Fleurs sont déjà ciblées et valorisées, et permettront de dupliquer, comme par le passé mais dans des conditions plus favorables, tout le savoir faire du groupe.

Ceci assurera une rentabilisation rapide des investissements, avec comme ambition d'aboutir à la naissance d'un major européen du secteur.

Cette augmentation de capital de 5,5 M€ devrait consacrer d'une part à des opérations de croissance externe, pour un montant évalué à 2,2M€, et d'autre part à des rachats d'exportateurs pour 1,5 M€.

Le solde sera dévolu à des opérations d'aménagements, à l'accompagnement de la croissance organique de certaines filiales ou au développement de l'activité chariot. Cet apport de cash permettra aussi de rééquilibrer le passif du bilan, avec un gearing ramené à 17%.

Valorisation

Préambule

Sur la base du business plan dont les éléments constitutifs ont été développés précédemment, nous avons cherché à valoriser le groupe Thomas Fleurs en prenant en compte les nouvelles perspectives mises en avant, comme l'activité Wallflower, dont le succès et la croissance sont remarquables, ou encore le développement dans la vente et la location de chariots pour les fleurs coupées, générateurs de fortes marges à venir.

Nous avons fait appel aux méthodes traditionnellement admises par la profession, à savoir la méthode des comparables, la méthode de l'actualisation des cash flows nets et nous avons validé notre approche en utilisant la méthode des valeurs de rentabilité.

Comme il n'existe pas de sociétés directement comparables au groupe Thomas Fleurs, nous avons pris des valeurs opérant dans le même domaine ou des domaines connexes, comme 1-800-flowers aux USA, ou Vilmorin en France. Nous avons sorti la société Syngenta de notre échantillon et l'avons remplacé par le groupe Monceau Fleurs, pour lequel nous avons plus d'informations et de perspectives

Méthode des comparables

Par les PER

Pour les valeurs objet de notre sélection, nous avons calculé les ratios de PE pour les années 2009 à 2011. La moyenne de ces derniers s'est vue affecter une décote de capitalisation, liée à la taille des entreprises sélectionnées par rapport au groupe Thomas Fleurs.

Ces ratios recalculés ont été appliqués aux estimations de résultat net du groupe et nous avons établi la moyenne de ces valorisations induites. Par cette méthode, la valeur attendue de Thomas Fleurs serait de l'ordre de 22,3 M€.

PER	2009	2010	2011
Monceau fleurs	18,5	13,0	10,2
Vilmorin & Cie	14,6	13,2	12,2
1 800 Flowers	17,4	5,1	4,9
Ratio moyen	16,8	10,5	9,1
Ratio décoté	10,1	6,3	5,5
Résultat net	1 751 368	3 742 156	4 715 765
Valeur induite	17 684 237	23 485 245	25 792 431
Valeur moyenne	22 320 638		

Source : Volnay Consulting

Par les VE/REX

Partant du même échantillon de valeurs, nous avons calculé le ratio Valeur d'entreprise sur Résultat d'exploitation, ce qui nous permet de remonter dans les soldes intermédiaires de gestion.

En appliquant là aussi une décote de capitalisation, et après prise en compte de la situation financière du groupe fin 2009, nous obtenons une valeur moyenne induite de près de 21,7 M€, assez proche de la valeur obtenue par la méthode précédente.

VE/REX	2009	2010	2011
Monceau fleurs	12,1	10,3	6,7
Vilmorin & Cie	11,0	10,7	10,1
1 800 Flowers	12,4	5,2	3,9
Ratio moyen	11,8	8,7	6,9
Ratio décoté	7,6982247	5,678647866	4,471811825
Résultat d'exploitation	2 696 611	5 719 704	7 031 201
Valeur induite	20 759 116	32 480 182	31 442 206
Valeur moyenne			28 227 168
Trésorerie/Dettes fin 2009			-6 547 377
Valeur finale			21 679 791

Source : Volnay Consulting

Méthode des DCF

Nous avons dans un premier temps calculé le coût moyen pondéré des capitaux, CMPC. Le taux sans risque est généralement constaté en France par le marché des Obligations Assimilables du Trésor, ou OAT, pour une période de 10 ans. L'OAT Tec 10 au 26 mai 2009 affiche un taux de 3,98%.

La prime de risque se subdivise en 4 éléments :

- **La prime de risque de marché**, correspondant au surplus de rentabilité que peut attendre un investisseur par rapport au taux sans risque évoqué précédemment. Compte tenu de la configuration actuelle des marchés, cette prime est de 6%.
- **La prime de risque de taille**, qui traduit la rentabilité supplémentaire attendue par les investisseurs au regard de la taille de la société analysée, comparée à la taille des acteurs du secteur. Nous estimons cette prime à 6%.
- **La prime sectorielle**, qui tient compte du secteur dans lequel évolue le groupe Thomas Fleurs, et des perspectives que l'on peut y voir. Nous valorisons cette prime spécifique à 50% de la prime de risque de marché, soit 3%

- **La prime de risque spécifique**, quantifiant le degré de risque inhérent à la société elle-même, comme par exemple son niveau d'endettement, le fait qu'elle soit la première société de son secteur à se faire coter, ou encore le coût d'illiquidité de ses titres. Nous estimons cette prime à 3%
- **Soit une prime de risque totale de 18,0%**

Concernant le coefficient bêta, compte tenu de l'environnement boursier actuel, nous estimons qu'un coefficient de 1,7x nous paraît tout à fait applicable.

Enfin, nous estimons le coût de la dette à 4,80%, que nous fiscalisons à 26,35%, soit un taux net de 3,54%.

En conséquence, compte tenu de la capitalisation boursière et de l'encours de dettes nettes, **le taux d'actualisation ressort à 23,0%**

Taux sans risque	3,98%
Prime de risque	18,00%
Bêta	1,7x
Coût du capital	34,58%
Taux d'endette.	4,80%
Taux d'impôt	26,35%
Coût de la dette	3,54%
WACC (CMPC)	23,00%

Source : Volnay Consulting

Concernant les hypothèses que nous avons prises pour les années 2011 à 2017, nous avons considéré :

- Une croissance du CA de 10% par an
- Une amélioration de la marge brute d'exploitation, liée aux meilleures conditions d'achat et aux évolutions positives des développements
- Un taux d'IS de 28,4%, grâce à l'intégration de Gouverneur (impôt néerlandais)
- Des investissements industriels correspondants aux informations communiquées par la société.
- Un BFR de l'ordre de 8,7% du CA.

En K€	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
CA	34 701	42 315	48 870	53 758	59 133	65 047	71 551	78 706	86 577	95 235
EBE (EBITDA)	3 317	6 523	7 945	9 002	10 199	11 556	13 092	14 834	16 807	19 042
Marge EBE/CA	9,6%	15,4%	16,3%	16,7%	17,2%	17,8%	18,3%	18,8%	19,4%	20,0%
Impôt cash	874	1 950	2 259	2 559	2 899	3 285	3 722	4 217	4 778	5 413
taux d'imposition	26,4%	29,9%	28,4%	28,4%	28,4%	28,4%	28,4%	28,4%	28,4%	28,4%
EBE après impôt	2 443	4 573	5 687	6 443	7 300	8 271	9 371	10 617	12 029	13 629
Investiss. Industr.	150	158	167	176	186	196	207	218	230	243
Var BFR	830	626	524	423	466	512	563	620	682	750
Cash-flow libre	1 462	3 788	4 995	5 844	6 648	7 563	8 601	9 779	11 117	12 636
DFCF	1 189	2 504	2 685	2 553	2 362	2 184	2 020	1 867	1 726	1 595

Source : Volnay Consulting

Dans ces conditions, et en admettant un taux de croissance à l'infini de 1%, la valeur par cette méthode ressortirait à 21,46 M€. Pour tenir compte des aléas liés d'une part au choix du coefficient bêta et d'autre part à celui du taux de croissance à l'infini, nous avons établi une matrice de sensibilité à ces deux facteurs. Les valeurs seraient comprises entre 19,2 M€ et 24,2 M€, avec un prix moyen qui s'établirait à 21,55 M€.

En K€	Taux de croissance à l'infini					
	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	
CMPC	21,87%	23 179	23 407	23 646	23 897	24 160
	23,00%	21 072	21 262	21 460	21 667	21 884
	24,12%	19 197	19 355	19 520	19 693	19 874
Moyenne		21 551				

Source : Volnay Consulting

Méthode des valeurs de rentabilité

En se basant sur le business plan de la société, et compte tenu des évolutions attendues du résultat net, nous avons appliqué cette méthode en calculant un résultat net moyen pondéré, auquel nous avons affecté un coefficient de capitalisation, comparable au PER moyen attendu par le marché en 2009 pour ce secteur d'activité, affecté d'une décote. La valeur s'établit à 21,82 M€

Valeur de rentabilité	2009	2010	2011
Résultat net	1 751 368	3 742 156	4 715 765
Pondération	3	2	1
= Sous total	5 254 105	7 484 311	4 715 765
RNMP	2 909 030		
Coefficient de capitalisation	7,5		
Valeur induite	21 817 726		

Source : Volnay Consulting

Conclusion

	Résultat	Pondération	Valeur
Moyenne des PER	22 320 638	30%	6 696 191
Moyenne des VE/REX	21 679 791	30%	6 503 937
Moyenne des DCF	21 551 411	30%	6 465 423
Valeur de rentabilité	21 817 726	10%	2 181 773
Valeur totale			21 847 324

Source : Volnay Consulting

Les différentes méthodes utilisées aboutissent à des valeurs relativement proches les une des autres. La « fair value », compte tenu des perspectives d'évolution du groupe, ressortirait à 21,85 M€, à comparer à la capitalisation boursière actuelle de près de 13M€.

Cette valorisation est établie sur la base d'une croissance naturelle organique du groupe, sans appel à du cash supplémentaire. Il existe donc un upside potentiel assez significatif par rapport à la cotation actuelle.

Une autorisation concédée par le Conseil d'Administration de Thomas Fleurs permettrait une augmentation de capital d'un montant maximum de 5,5 M€. Cet apport de fonds supplémentaires donnerait ainsi la meilleure solution pour accompagner sa stratégie.

Au-delà du renforcement de ses fonds propres et de ses pôles de compétences commerciales et marketing, le groupe Thomas Fleurs compte insuffler un fort développement, qui s'appuierait d'une part sur son savoir faire traditionnel, et d'autre part sur le lancement de nouveaux services. Cette augmentation de capital agirait donc comme un véritable accélérateur sur la valorisation du groupe.

Par rapport à la valeur estimée du groupe, nous pourrions envisager une décote de 45%, donnant une valeur de 12,02 M€, soit un prix par action de 3,50€. Ce prix pourrait être celui auquel se ferait l'augmentation de capital, en offrant un discount de près de 10% ramené au dernier cours coté du groupe Thomas Fleurs (3,87€ le 02 juin 2009).

Sur la base du montant maximal autorisé de l'augmentation de capital (5,5M€), il pourrait alors être émis 1.571.429 actions nouvelles au prix de 3,50€. Le nombre total d'actions serait ainsi porté à 5.010.129 et le pourcentage de participation provenant de cet apport de cash serait de 31%.

Sur la base d'une valorisation à 12,02 M€, le PER 2009 s'établit à 6,9 x les résultats estimés, tout comme la Valeur d'entreprise sur Résultat d'exploitation, ce qui paraîtrait raisonnable, avec une valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires de 0,5x 2009.

Volnay Consulting.
Achevé de rédiger le 02 juin 2009.

RESULTATS CONSOLIDES					
M Euros	2007	2008	2009e	2010p	2011p
Chiffre d'affaires	12 875 949	24 944 609	34 701 079	42 314 676	48 870 485
% var		93,7%	39,1%	21,9%	15,5%
Production	13 020 929	25 015 482	34 833 038	42 460 727	48 870 485
Achats consommés	-8 468 146	-17 675 134	-21 668 718	-25 124 890	-28 993 049
Autres charges externes	-3 050 841	-5 149 275	-6 880 855	-7 697 413	-8 645 940
Valeur ajoutée	1 501 942	2 191 073	6 283 465	9 638 424	11 231 496
Frais de personnel	-903 139	-2 510 059	-2 966 555	-3 115 279	-3 286 386
Ratio Frais de Pers/CA	6,9%	10,0%	8,5%	7,3%	6,7%
Excédent brut d'exploitation	598 803	-318 986	3 316 910	6 523 145	7 945 110
Marge sur EBE	4,7%	-1,3%	9,6%	15,4%	16,3%
Amortissements	-233 363	-422 485	-616 299	-799 061	-909 090
Provisions	0	0	-4 000	-4 381	-4 819
Résultat d'exploitation	365 440	-741 471	2 696 611	5 719 704	7 031 201
Marge d'exploitation	2,8%	-3,0%	7,8%	13,5%	14,4%
Résultat financier	-65 612	-322 660	-170 419	-180 391	-201 200
Résultat courant	299 828	-1 064 131	2 526 192	5 539 313	6 830 001
autres produits (charges) nets	0	0	0	0	0
Résultat exceptionnel	72 589	108 132	12 608	13 641	15 005
Quote part des résultats des SME	-8 591	0	0	0	0
IS	-69 337	470 212	-665 739	-1 656 196	-1 941 543
Amortissement des survaleurs	0	-84 959	-77 795	-77 795	-77 795
Résultat net déclaré	294 489	-570 746	1 795 266	3 818 962	4 825 668
Intérêts minoritaires	-7 515	125 126	-43 898	-76 806	-109 903
Résultat net pdg déclaré	286 974	-445 620	1 751 368	3 742 156	4 715 765
Marge nette	2,2%	-1,8%	5,0%	8,8%	9,6%
Taux d'IS	23,1%	44,2%	26,4%	29,9%	28,4%

BILAN

M Euros	2007	2008	2009e	2010p	2011p
ACTIF IMMOBILISE	3 223 719	6 594 809	7 844 206	7 735 266	7 103 690
Immobilisations corporelles	1 566 362	3 352 129	4 163 232	4 076 666	3 708 264
Immobilisations incorporelles	1 277 688	2 223 583	2 293 283	1 996 441	1 505 749
Immobilisations financières	379 669	1 019 097	1 387 692	1 662 158	1 889 677
ACTIF CIRCULANT	6 030 727	8 589 682	13 311 734	20 454 808	28 205 665
Stocks	406 021	851 190	1 184 112	1 443 912	1 667 618
Clients	2 515 199	3 901 194	5 377 050	6 506 803	7 464 901
Autres créances	1 573 872	2 158 248	2 502 394	2 051 432	2 269 260
Disponible	1 441 026	1 325 517	4 028 178	10 302 661	16 728 886
Impôts différés actifs	94 609	353 533	220 000	150 000	75 000
Régularisation actif	0	0	0	0	0
TOTAL ACTIF	9 254 446	15 184 491	21 155 940	28 190 074	35 309 354
Capitaux propres part du groupe	4 365 500	4 868 958	4 868 958	4 868 958	4 438 868
Intérêts minoritaires	74 427	-38 199	-42 019	-46 221	-50 843
Report à nouveau	218 678	0	-445 620	1 305 748	5 047 904
Résultat de l'exercice	286 974	-445 620	1 751 368	3 742 156	4 715 765
FONDS PROPRES	4 945 579	4 385 139	6 132 687	9 870 641	14 151 694
Provisions **	0	0	0	0	0
Endettement financier	2 030 145	7 602 158	10 575 555	12 895 887	14 893 845
Fournisseurs	1 708 265	2 501 221	3 479 512	4 242 935	4 900 293
Autres dettes	570 457	695 973	968 186	1 180 611	1 363 523
Régularisation passif	0	0	0	0	0
TOTAL DU PASSIF	9 254 446	15 184 491	21 155 940	28 190 074	35 309 354
Endettement financier net	589 119	6 276 641	6 547 377	2 593 226	-1 835 041
BFR total	1 212 955	2 251 163	3 081 650	3 707 780	4 232 226

Disclaimer- Avertissement

Volnay Consulting a conclu un contrat avec la société pour réaliser cette étude. Néanmoins, Volnay Consulting agit en toute indépendance selon l'éthique et les règles de la profession.

Cette publication a été réalisée par Volnay Consulting à l'usage exclusif et informationnel d'investisseurs sélectionnés. Ce document n'a pas pour objet de solliciter l'achat ou la vente d'instruments financiers. Les informations et opinions contenues dans ce document ont été obtenues sur la base de sources supposées sincères.

Néanmoins, Volnay Consulting ne peut garantir la pertinence et l'exhaustivité de ces dernières. Les opinions, estimations et calculs contenus reflètent l'appréciation de Volnay Consulting à la date d'établissement de ces documents et peuvent être sujets à modifications sans préavis. Volnay Consulting se dégage de toute responsabilité relative à tous préjudices directs ou indirects que pourraient entraîner l'utilisation de cette publication ou de son contenu.

Cette publication ne peut être distribuée ou publiée sans l'accord préalable de Volnay Consulting.

Les investissements présentés peuvent induire des risques significatifs, peuvent être illiquides et /ou indisponibles pour certains investisseurs.

La performance historique ne préjuge pas des résultats futurs. Les investisseurs doivent prendre leurs décisions d'investissements sans s'en remettre à cette publication.

VOLNAY CONSULTING
38, Boulevard d'Inkermann
92200 Neuilly sur Seine

Bureaux :
11, rue d'Orléans
92200 Neuilly sur Seine

Mail : egorgeu@volnayconsulting.com

www.volnayconsulting.com

Membre de :



Association reconnue par l'AMF

