

Info marché du lait

3 juillet 2012

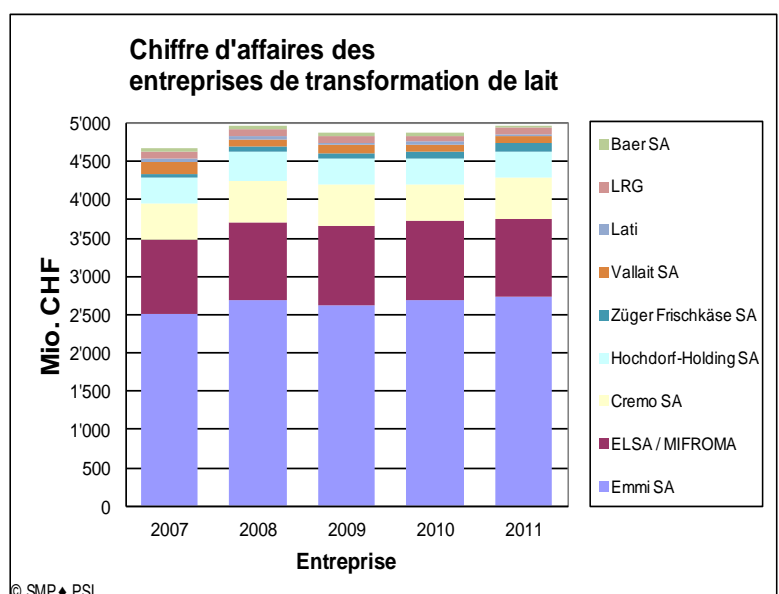
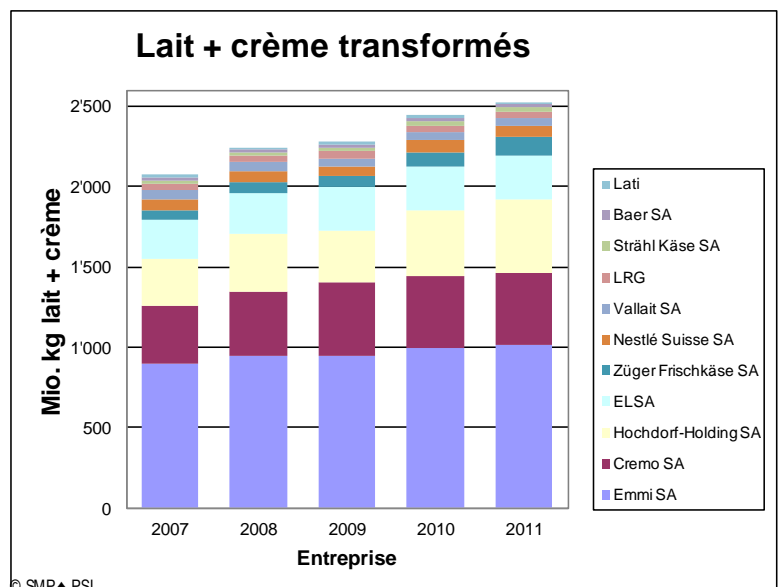
Grandes différences entre Emmi, Cremo et Hochdorf

Comme le met en lumière l'analyse de la FPSL, les résultats 2011 des principales entreprises de transformation du lait affichent de grandes différences concernant des indicateurs économiques importants.

Résultats 2011 des entreprises

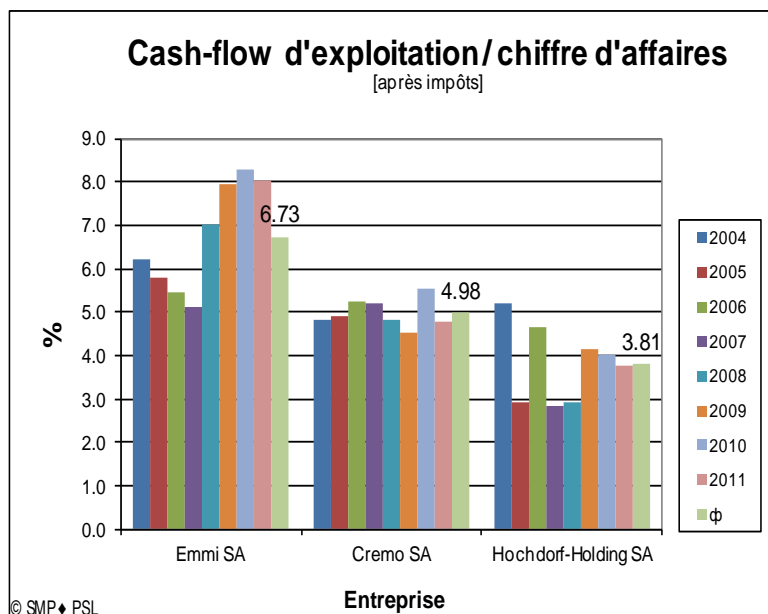
Les principales entreprises de transformation du lait du pays ont publié leurs résultats 2011. Ces chiffres permettent de revenir sur les divers événements qui ont marqué l'économie laitière durant l'année civile écoulée et sont d'un intérêt particulier car ils se situent au point d'intersection entre production laitière, marché d'écoulement et marchés financiers. S'agissant des **volumes de lait et de crème transformés**, ces chiffres concernent pour l'essentiel quatre entreprises, qui dominent le marché en traitant près de 90 % du lait de centrale. Comme la forte pression sur l'offre persiste, cet aspect est crucial pour les producteurs de lait. S'agissant de la création de valeur, on constate de grandes différences dans la manière dont chaque entreprise envisage le processus de transformation.

La **répartition du chiffre d'affaires** illustrée ci-contre englobe également le marché du fromage (surtout les variétés des fromageries). Elle révèle par conséquent un degré de concentration nettement plus élevé que pour le volume de lait transformé. Les deux entreprises principales représentent à elles seu-



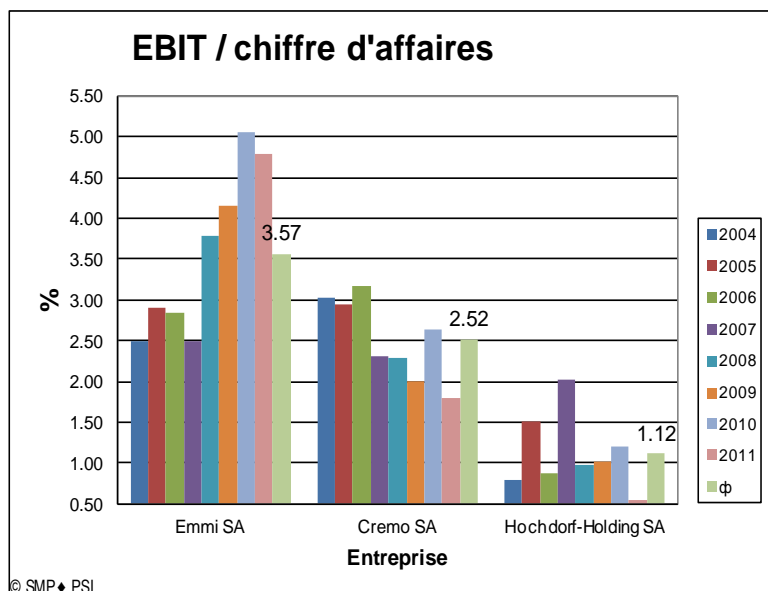
les trois quarts du chiffre d'affaires total. Cela correspond au degré de concentration du commerce de détail suisse, où comme on le sait deux grandes entreprises se partagent 80 % du « chiffre d'affaires laitier ».

En ce qui concerne le **cash-flow en pourcentage du chiffre d'affaires**, on observe toujours des différences considérables entre les moyennes pluriannuelles. Bien que les trois entreprises évoluent dans des contextes différents tant au niveau comptable (Emmi et Hochdorf sont cotées en bourse, Cremo ne l'est pas) qu'à celui des priorités entrepreneuriales, les indicateurs de gestion donnent des informations claires sur la santé de l'entreprise.



L'évolution de l'EBIT (**bénéfice avant intérêts et impôts**) par rapport au chiffre d'affaires montre des différences importantes entre Emmi, Cremo et Hochdorf ; cela vaut pour les chiffres absolus comme pour les tendances. Pour les valeurs de référence internationales, Rabobank International (Sommet FIL 2011) définit plusieurs catégories selon le type de produits et la forme d'organisation. Dans le secteur des centrales laitières, Rabobank se base sur les marges EBIT suivantes :

- Fabricants de produits laitiers frais 12-14%
- Fabricants de fromage 5-7,5%
- Sociétés multi-produits 2-4%
- Fabricants de lait frais 5-8%



Rabobank classe Emmi dans la catégorie des « fabricants de produits laitiers frais ». Quant à Cremo, elle serait à placer parmi les sociétés multi-produits (*multi-product co-ops*). De manière générale, il ressort de ces chiffres :

- qu'une marge EBIT de 2 % est un repère minimal pour la pérennité d'une entreprise industrielle de transformation du lait ;



- que le faible flottement libre du titre Emmi devrait avoir un effet modérateur sur la marge EBIT. Si le flottement libre était total, les attentes envers la marge EBIT seraient plus grandes.

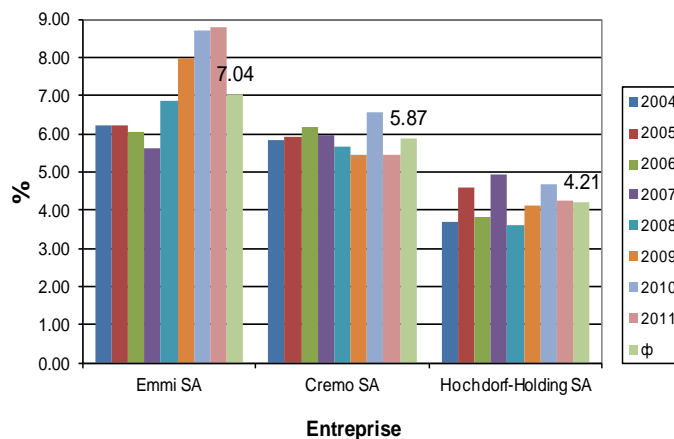
S'agissant de l'EBITDA (bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements) rapporté au chiffre d'affaires, on retrouve les mêmes variations entre les entreprises, mais à un autre niveau. La différence d'avec l'EBIT (entre 3,1 et 3,5 points de pourcentage) correspond aux amortissements.

L'évolution des investissements et des amortissements reflète la stratégie de croissance continue d'Emmi. Cremo consolide actuellement des investissements passés (2005 à 2008) tandis que Hochdorf a procédé à d'importants désinvestissements en 2011. On obtient donc trois « images » différentes reflétant des évolutions différentes.

Dans les bilans publiés, la part des fonds propres est actuellement partout supérieure à 45 %. À l'exception de Hochdorf, la tendance est à la hausse. À ce propos, les emprunts convertibles sont attribués au capital étranger. Chez Cremo, une obligation remboursable en actions (conversion obligatoire à 150 CHF, soit un agio de 5) d'une valeur nominale de 17 millions de CHF (3,5 %) est due pour 2018. Cette obligation pouvant être considérée comme capitaux propres, elle accroît un peu la part du capital propre. Chez Hochdorf, une obligation convertible d'une valeur nominale de 50 millions de CHF (3,0 %) est due pour 2016 (droit de conver-

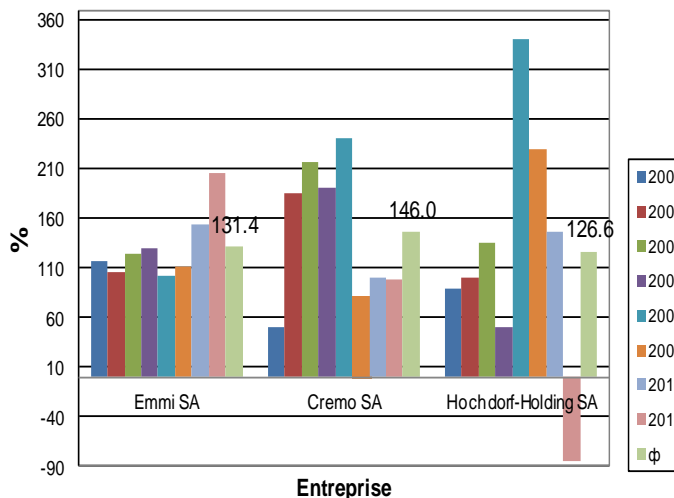


EBITDA / chiffre d'affaires



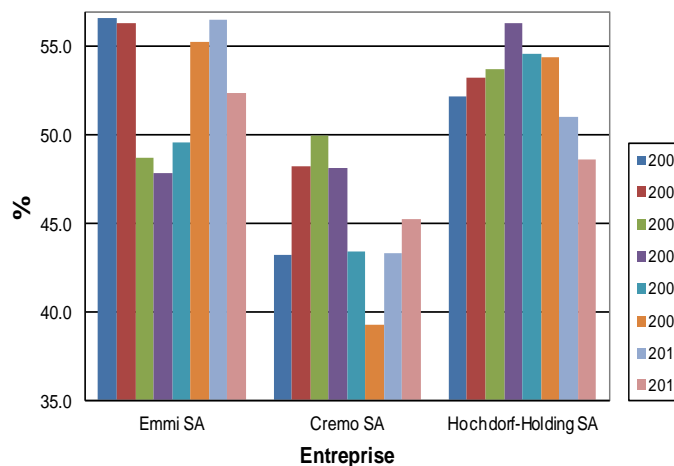
© SMP • PSL

Investissements et amortissements



© SMP • PSL

Part des fonds propres au bilan



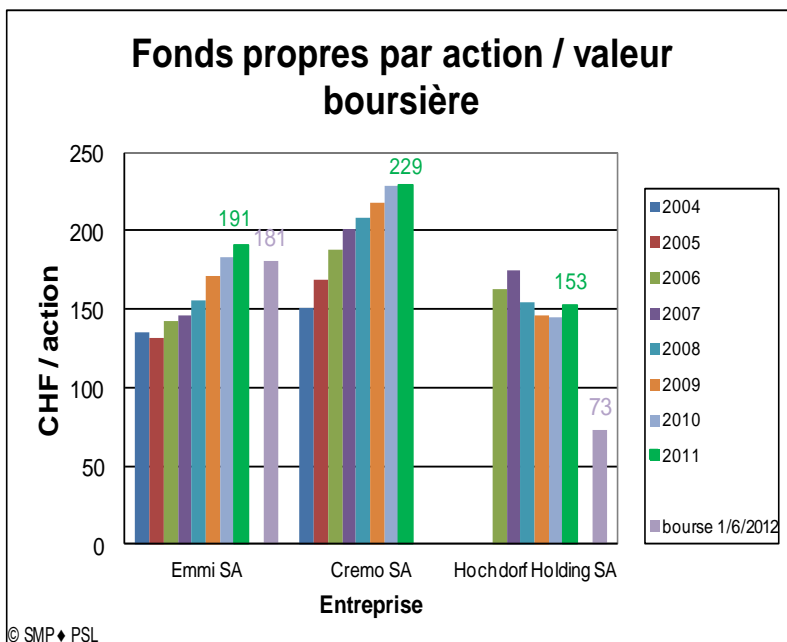
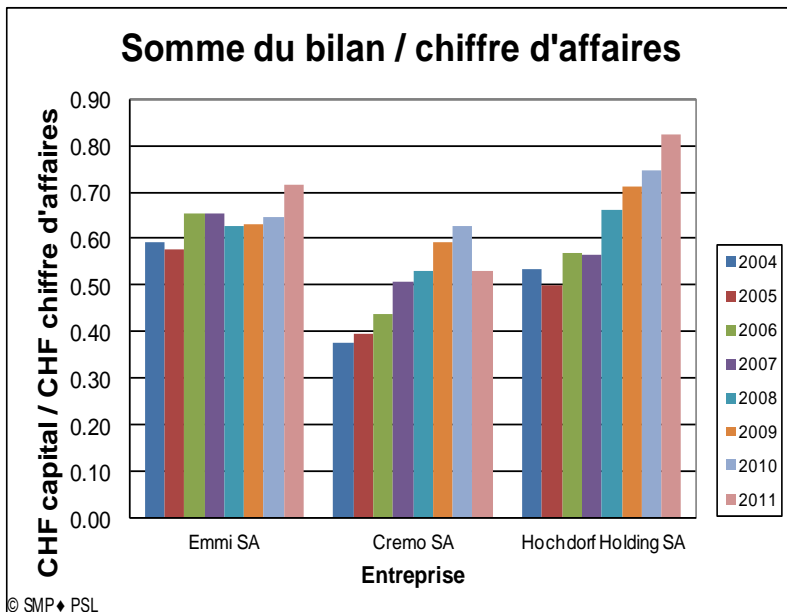
© SMP • PSL

sion à 124 CHF, soit un agio de 11,24).

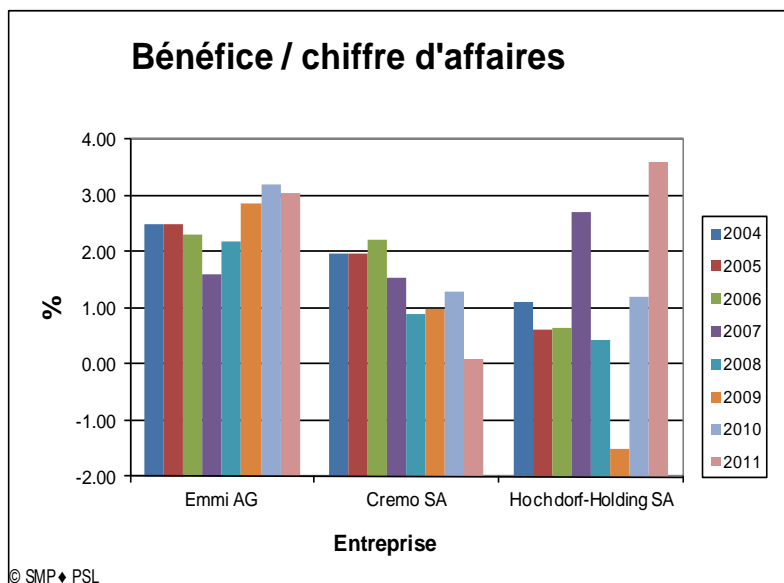
L'intensité capitalistique (somme du bilan divisée par le chiffre d'affaires) des trois entreprises considérées évolue actuellement entre 50 et 80 ct. par franc de chiffre d'affaires. Les fluctuations à court terme chez Emmi et Cremo sont en grande partie dues aux variations des stocks de beurre et du chiffre d'affaires, ainsi qu'à une hausse notable des actifs incorporels chez Emmi (acquisitions). Emmi table dans ses plans de croissance sur un besoin de capital de 0,8 CHF par franc de chiffre d'affaires. Enfin, chez Hochdorf, l'évolution actuelle du chiffre d'affaires (2011) ne résiste pas à la hausse de la somme du bilan.

Les **capitaux propres par action** se sont encore légèrement accrus en 2011 chez Emmi et Cremo tandis que Hochdorf a pu stabiliser l'évolution de son capital propre. La valeur boursière des actions (espérance mathématique) correspond chez Emmi à la valeur comptable des capitaux propres par action. Par contre, l'action Hochdorf s'échange en ce moment à la moitié de sa valeur comptable. Il en va de même de la solvabilité de l'entreprise évaluée sur la base d'une évaluation du prix de marché des obligations dues par celle-ci.

Les obligations convertibles de Hochdorf 2011 à 2016 (coupon : 3 %) s'échangent actuellement à bien 103 % et le cours des obligations d'Emmi 2011 à 2017 (coupon : 2,125 %) est d'environ 105 %.

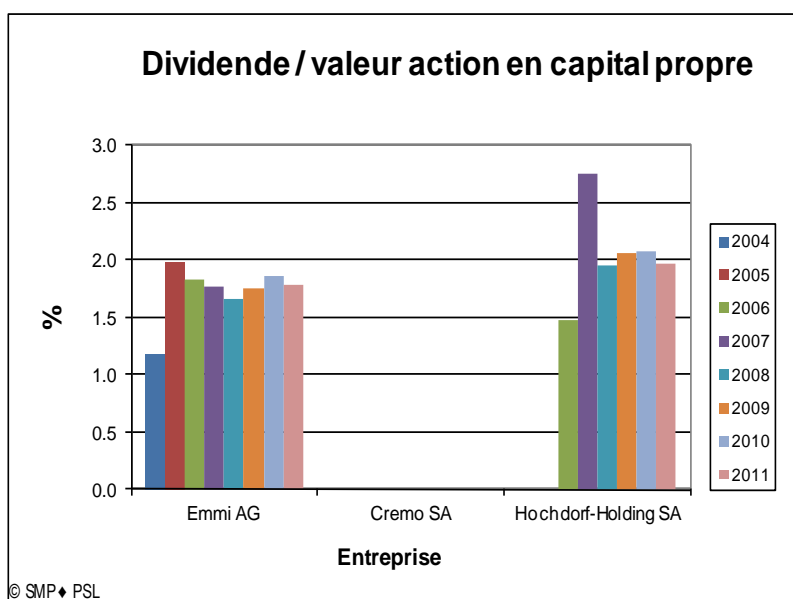


Pour 2011, si l'on considère le **rapport entre bénéfice net et chiffre d'affaires**, Hochdorf présente la plus haute marge des trois entreprises. Le cours des actions montre toutefois que cette évolution n'est pas considérée comme durable. En effet, le bénéfice net provient de gains sur cession extraordinaires (uniques). Cremo estime que le recul du bénéfice en 2011 est lié aux coûts de liquidation des stocks de beurre en 2009/10, qui se sont montés à env. 6 millions de CHF ainsi qu'à un prix du lait supérieur à la moyenne (+2,5 ct./kg, soit au total +10,85 millions de CHF). Quant à Emmi, elle présente en 2011 une marge brute d'exploitation de 3 %.



Le **versement de dividendes** revient, pour Emmi et Hochdorf, à verser des « intérêts » de près de 2 % sur la valeur du capital propre. Ce taux est resté constant ces dernières années. Grâce à sa structure actionnariale, Crema peut renoncer au versement de dividendes ordinaires, ce qui représente environ 0,6 ct./kg de lait.

Dans l'ensemble, il est plutôt manifeste que les entreprises considérées ont des bases financières très différentes.



Stefan Hagenbuch, PSL

