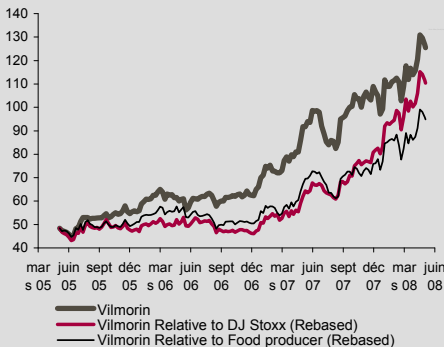


# Vilmorin

Alimentation - France

**COURS (02/06/2008) 125.50 EUR**

 DJ Stoxx 1 340  
 Food producer 1 606  
 Reuters : VILM.PA  
 Bloomberg : RIN FP


## Ratios Boursiers

	06/07	06/08e	06/09e	06/10e
PER	17.0	28.9	27.7	25.3
Rdt net (%)	2.4%	1.5%	1.6%	1.8%
FCF yield (%)	2.2%	3.4%	2.3%	3.0%
Cours/ANA	1.5	2.6	2.4	2.3
VE/CA	1.4	2.3	2.1	2.0
VE/EBITDA	8.4	10.6	9.8	9.2
VE/ROP courant	16.4	18.5	17.0	15.9

## Données par action

EUR	06/07	06/08e	06/09e	06/10e
BNA (RNpg C)	4.09	4.35	4.54	4.95
Variation en %	2.3%	6.1%	4.4%	3.9%
BNA (RNpg)	4.09	4.50	4.86	5.31
Variation en %	-10.6%	9.8%	8.1%	9.1%
Div. Net	1.66	1.84	2.04	2.28
ANA	45.43	48.27	51.28	54.55

## Compte de résultat

EUR	06/07	06/08e	06/09e	06/10e
CA	938.4	902.0	961.8	1 000
Variation en %	88.7%	-3.9%	6.6%	3.9%
ROP courant	80.5	111.0	120.3	127.0
Variation en %	42.8%	37.8%	8.4%	5.5%
ROP (EBIT)	95.0	111.0	120.3	127.0
RNpg publié	54.8	60.2	65.1	71.0
RNpg corrigé	54.8	58.2	65.1	71.0

## Données financières

% et M EUR	06/07	06/08e	06/09e	06/10e
ROCE avant IS	12.1%	10.0%	10.5%	10.8%
ROCE après IS	9.4%	7.4%	7.8%	8.0%
ROE	11.8%	9.3%	9.8%	10.0%
FCF	20.5	57.9	38.3	50.9
Dette nette	345	332	318	295
Gearing	48.9%	44.3%	40.0%	34.9%
Dette nette/ebitda	2.2	1.7	1.5	1.3
EBITDA/Frais fi	8.0	7.8	8.7	9.9

## Performance

	1 mois	3 mois	12 mois
Perf absolue	8.5%	12.6%	36.6%
Perf. Rel. Indice	1.14	1.34	1.61
Perf. Rel. DJ	1.05	1.21	1.32

## Informations Boursières

Capitalisation	1 681
VE	2 043
Nb.de titres (M)	13.4
Volume moyen	458
Groupe	69.0%
Flottant	31.0%

## Achat (1)

Obj de cours relevé 135.00 vs 116.50 EUR

## Dans la cour des grands

Les récentes publications du groupe (CA T3, désengagement de l'activité Grand Public - visite de la filiale Hazera) et celles des compétiteurs confortent notre conviction sur le titre. Vilmorin devrait réaliser un exercice aux performances historiques avec une anticipation d'une marge opérationnelle de 12,3% vs 9,9%, +240pb. Le groupe est bien positionné pour bénéficier des relais de croissance en Asie (plus particulièrement en Chine, 15% du marché mondial), de la part croissante incontournable des OGM (développement des traits propres) et de probables opérations de concentration au sein du secteur. **Nous confirmons notre opinion Achat avec un nouvel objectif de cours de 135€ (vs 116,5€), sur la base d'hypothèses conservatrices. Le titre figure dans notre sélection de valeurs recommandées du 1<sup>er</sup> semestre 2008.**

## Hazera : une filiale stratégique

La visite d'Hazera, filiale Israélienne, a été l'occasion de conforter la dimension internationale de l'organisation du groupe avec une complémentarité des savoir-faire, entre autres au niveau de la R&D ; cette visite a également permis de mieux appréhender la stratégie d'intégration de nouvelles entités qui s'effectue au fil des années (première prise de participation 10 ans auparavant). **Hazera constitue l'un des fleurons du groupe avec une présence de leader sur le marché des semences de tomates (15 à 20% de PDM).**

## Un changement de dimension : des résultats au rendez-vous

Comme attendu, la publication du CA T3 a été d'excellente facture avec une hausse de +15% de l'activité (+17,5% à données comparables). Cette performance nous a conduits à ajuster nos estimations de résultat d'exploitation de +3% pour l'exercice en cours clos le 30 juin 2008 avec, dès lors, l'anticipation **d'une marge opérationnelle de 12,3% avec un RO de 111 M€ à comparer à 95 M€ pour le publié et près de 80 M€ hors Grand Public, soit une progression de 39%.** Il s'agit d'une performance historique traduisant le succès et la pertinence de l'intégration des activités de Grandes Cultures.

## De nombreux leviers de croissance

Pour les années à venir, les leviers de croissance ne manquent pas. Vilmorin évolue sur un marché qui demeurera résolument porteur avec une demande soutenue de denrées agricoles. Le groupe occupe aujourd'hui la 4<sup>ème</sup> place mondiale et est n°2 mondial pour les semences potagères. Il bénéficiera de la croissance d'un nouveau marché à explorer, à savoir **l'Asie** (présence au Japon, en Inde et plus récemment en Chine), avec des espèces variétales complémentaires de celles existant au sein du groupe. Par ailleurs, vu le dynamisme du marché US, **le groupe bénéficiera, au cours des 10 prochaines années, d'une montée en puissance des OGM**, marché en croissance à 2 chiffres avec plus de 100 millions d'hectares exploités. Enfin, **la concentration sectorielle se poursuivra** avec pour Vilmorin un rôle offensif, créateur de valeur comme cela a été le cas pour les opérations précédentes (cf. CHM...).

## Opinion Achat confirmée – Nouveau TP 135€ (vs 116,5€)

Notre conviction demeure intacte sur le groupe qui, il est vrai, affiche une performance remarquable tout au long de cet exercice (gain de 240pb de la marge opérationnelle). Une approche par comparables et par DCF permettent de justifier **un objectif de cours de 135€** tout en retenant des hypothèses conservatrices pour l'actualisation des FCF (Wacc de 7,4%, croissance à l'infini de 4,5% pour un TMVA des BPA de 8,7% au cours des 15 dernières années, marge normative figée à 12,5% soit excessivement conservatrice...). **Le titre figure dans notre Sélection de Valeurs Recommandées du S1 2008.**

### En quoi nous différons du consensus

- ▶ Nos hypothèses sont légèrement supérieures à celles du management traditionnellement conservateur.
- ▶ A contrario, nos hypothèses sont prudentes pour les prochains exercices en raison d'un exercice 2007/08 qui constituera une base de référence élevée.

Prochain événement : Publication du CA annuel le 5 août 2008 (après clôture)

### Nos Recommandations Boursières

Nos recommandations boursières reflètent la performance ABSOLUE attendue sur chaque valeur en monnaie locale à un horizon de 12 mois.

- Achat** (1) : performance **ABSOLUE** attendue supérieure à 15%
- Accumuler** (2) : performance **ABSOLUE** attendue comprise entre 0 et 15%
- Alléger** (3) : baisse **ABSOLUE** attendue comprise entre 0 et -15%
- Vente** (4) : baisse **ABSOLUE** attendue de plus de 15%

## Sommaire

Activité et Positionnement	5
Caractéristiques	5
Analyse Swot	5
▶ <b>Des objectifs largement confortés</b>	<b>6</b>
Retour sur la publication du T3	6
Hazera : l'un des pôles de compétence du groupe	8
Un environnement sectoriel toujours extrêmement porteur et convoité	10
Ajustement de nos objectifs de résultats	12
▶ <b>Une conviction renforcée – Nouveau TP 135€</b>	<b>15</b>
Rappel des principaux leviers de croissance	15
Nouvel objectif de cours 135€ (vs 116,5€)	19



## Activité et Positionnement

Vilmorin occupe la **4<sup>ème</sup> place mondiale** sur le marché des semences, marché estimé à 30 Md\$ pour les semences commerciales (20 Md\$ pour la valeur des producteurs). **Le groupe est n°2 mondial pour les semences potagères, n°1 européen pour les semences à paille et n°2 européen pour le maïs.** Aux Etats-Unis, il occupe la 4<sup>ème</sup> place en partenariat avec l'Allemand KWS avec 6% de part de marché.

Le groupe se désengage actuellement des activités Grand Public jugées non stratégique et renforce sa présence sur les semences professionnelles.

## Caractéristiques

Revenue drivers	Capital intensity
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Demande mondiale de produits agricoles – Hausse de la consommation de légumes plus particulièrement en Asie</li> <li>• Pricing Power lié au mix</li> <li>• Position de leader</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Poids de la R&amp;D (14% du CA) pour la mise au point de nouvelles espèces variétales</li> <li>• Investissement dans les biotechnologies (25% du budget global)</li> <li>• Poids structurellement lourd du BFR surtout pour les semences potagères</li> </ul>
Margin drivers	Cash flow
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Evolution du mix au profit d'une part croissante des obtentions</li> <li>• Accroissement des surfaces cultivées</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Maîtrise des investissements</li> <li>• BFR maîtrisé</li> </ul>

## Analyse Swot

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Qualité de la recherche – du patrimoine génétique</li> <li>• Présence internationale</li> <li>• JV aux USA</li> <li>• Modèle d'organisation par rapport aux compétiteurs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Poids des budgets R&amp;D par rapport aux concurrents</li> <li>• Présence encore limitée en Asie</li> </ul>
Opportunités	Risques
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Potentiel en Asie</li> <li>• Concentration sectorielle</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Montée des enchères pour la croissance externe</li> <li>• Hausse des prix de revient</li> <li>• Manque de disponibilités</li> <li>• Volatilité des cours des commodités</li> </ul>

## DES OBJECTIFS LARGEMENT CONFORTES

*Révision en hausse des  
guidances du groupe :  
une marge  
opérationnelle de 12%*

### Retour sur la publication du T3

La publication du CA du 3<sup>ème</sup> trimestre a été, comme attendu, de très bonne facture et a permis au management de revoir en hausse ses guidances pour l'ensemble de l'exercice. Pour notre part, nous avons ajusté de façon marginale nos estimations de CA et révisé en hausse de 3% nos estimations de résultat d'exploitation.

Rappelons que le groupe a publié un CA 9 mois de 660,4 M€ (643,4 M€ selon nos estimations) en progression de 14,7% et de +16,7% à données comparables (périmètre et change constant). Cette performance traduit une confirmation des tendances semestrielles avec un CA qui était en progression de +14% et de +15,5% à données comparables.

Pour le seul 3<sup>ème</sup> trimestre, le CA ressort à 380,5 M€ (363,7 M€ pour nos propres estimations) en hausse de 15,1% et de +17,5% à données comparables.

CA 9 MOIS / CA T3

(M€)	Publiés	Estimations Oddo Midcap	Période Préc.	Publiés /Période préc.	Var. péri et change id
<b>CA 9 mois</b>	<b>660,4</b>	<b>643,4</b>	<b>568,5</b>	<b>+14,7%</b>	<b>+16,7%</b>
Dt Potagères	276,6	267,6	255,7	+5,1%	+4,7%
Dt Gdes Cultures	383,8	375,9	312,8	+22,7%	+27,1%
<b>CA T3</b>	<b>380,5</b>	<b>363,7</b>	<b>327,8</b>	<b>+15,1%</b>	<b>+17,5%</b>
Dt Potagères	121,7	112,9	109,6	+8,2%	+5,5%
Dt Gdes Cultures	258,8	250,9	218,2	+18,6%	+22,3%

SOURCE : SOCIETE

Les activités potagères professionnelles du groupe affichent une croissance trimestrielle de 5,5% en accélération par rapport à la tendance semestrielle alors que le 3<sup>ème</sup> trimestre représente généralement 1/3 de l'activité annuelle (y compris l'activité grand public). Les principales entités du groupe ont contribué de manière positive, y compris la filiale japonaise hors activité de négoce. Notons qu'Hazera, la filiale israélienne, affiche un trend de croissance supérieur à la moyenne avec un taux moyen de l'ordre de +7%.

Dans le domaine des grandes cultures, il s'agit d'un trimestre déterminant compte tenu de la saisonnalité de l'activité. Rappelons que l'essentiel du CA du groupe réalisé aux USA est comptabilisé sur le 2<sup>ème</sup> semestre et plus spécifiquement au cours du 3<sup>ème</sup> trimestre qui vient de s'écouler (en général plus de 70% de l'activité annuelle est comptabilisée au T3).

Il en est de même pour l'activité européenne. Celle-ci bénéficie des campagnes de blé et d'orge au cours du 2<sup>ème</sup> trimestre du groupe (4<sup>ème</sup> trimestre calendaire), la campagne maïs (tournesol pour l'Europe et soja pour les USA) a lieu sur les 3<sup>ème</sup> et 4<sup>ème</sup> trimestres du groupe (1<sup>er</sup> et 2<sup>ème</sup> trimestres calendaires).

Le CA Grandes Cultures affiche une progression trimestrielle de 18,6% (+22,3% à données comparables) à comparer à +22,7% au terme des 9 mois.

Le groupe a réalisé d'excellentes performances aussi bien en Europe qu'aux USA pour des raisons in fine différentes.

**En Europe** (+19% à données comparables pour les 9 mois), le groupe a bénéficié de plusieurs facteurs dont 1/ une excellente campagne pour le maïs, le blé et le tournesol (cela avait été le cas pour le colza au 1<sup>er</sup> trimestre), 2/ **un effet volume avec la suppression des jachères** (hausse des surfaces cultivées de plus de 5% en Europe), et également **un effet prix significatif** (au moins +10% pour les ventes de doses de maïs) en rupture par rapport aux exercices précédents. Tout cela s'est déroulé dans un contexte de prise de parts de marché.

**Aux USA**, le trimestre était également déterminant d'autant que le groupe devait subir un effet de base défavorable avec des arbitrages des agriculteurs au détriment du maïs. In fine, le CA 9 mois a progressé de 7% (+20% à données comparables y compris l'effet devise) soit une réelle performance dans un contexte de baisse des surfaces dédiées au maïs de 7 à 8% (pour la campagne de printemps, +12% pour les surfaces dédiées au soja).

Cela traduit différents éléments dont :

- ▶ une bonne résistance de la part du groupe,
- ▶ des prises de parts de marché,
- ▶ et surtout une valorisation du marché au profit de semences à plus forte valeur ajoutée, en l'espèce l'accroissement de la part des semences OGM.

Ces dernières représentent plus de 80% des ventes des semences de maïs de la filiale US AgReliant, à comparer à 80% un an auparavant et 73% pour l'ensemble du marché. En dépit d'un repli des surfaces cultivées de maïs, la croissance de la demande de variétés stackées comportant au moins 3 traits est restée soutenue. Notons, qu'aux USA - marché qui représente plus de 50% du marché mondial des OGM – plus d'un tiers des surfaces OGM sont semées avec des variétés stackées comportant au moins 2 traits.

- ▶ **Effet volume (>5%) et prix (>10%) au rendez-vous – Prise de parts de marché**
- ▶ **Succès des semences conventionnelles et poursuite de prises de parts de marché des semences OGM aux USA générant un fort effet valeur**

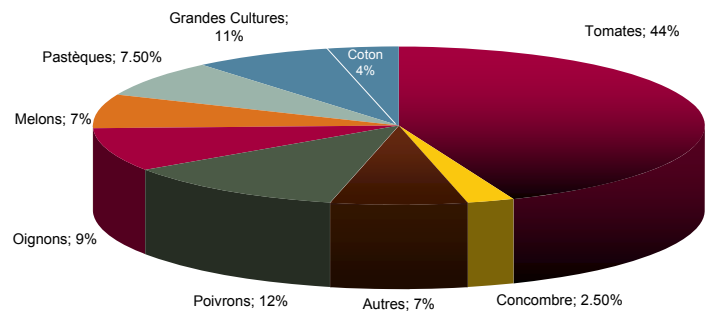
## Hazera : l'un des pôles de compétence du groupe

Après avoir organisé la visite de site de la filiale US AgReliant l'année dernière, le groupe nous a permis cette année de rencontrer le management de la filiale israélienne Hazera contrôlée à 100% par Vilmorin depuis 2006<sup>1</sup>.

*Hazera : 15 à 20% de part de marché*

Hazera est indéniablement l'une des références dans le domaine des semences de tomates, et plus particulièrement sur le marché du frais. Hazera réalise 59 M€ de CA (en 2007, soit 16% du CA de l'activité potagère professionnelle), est présent dans 60 pays (pour l'essentiel dans le pourtour méditerranéen). 44% du CA sont issus des espèces de tomates – principale référence du groupe –, 12% proviennent des poivrons, 9% des oignons, 11% des grandes cultures (dont 4% pour le coton) pour ne citer que les principales espèces. Historiquement, la part des espèces de tomates était supérieure à 60% ; le développement d'autres espèces en parallèle justifie le poids moindre en relatif, Hazera confirmant largement son rôle d'acteur prépondérant.

REPARTITION CA PAR ESPECES 2007



SOURCE : SOCIETE

La croissance d'Hazera s'est pour l'essentiel reposée sur une activité de recherche/développement dynamique en interne mais aussi en partenariat avec les universités israéliennes de renom bénéficiant par ailleurs de la recherche publique israélienne. La R&D représente plus de 15% de l'activité de la filiale et contribue largement à la recherche du groupe (passerelle entre les divers laboratoires et centres de recherche). Hazera a ainsi mis au point de nombreuses nouvelles espèces visant, entre autres, des espèces à maturation lente (longer shelf life, résistance à la chaleur...).

Notons que **Vimorin vient de signer un accord<sup>2</sup> avec la société de biotechnologie israélienne Evogene**. Cet accord porte sur l'exploitation de licences visant l'utilisation par Vilmorin de gènes découverts par la société Evogene, afin d'accroître le rendement des semences de tomates. Ces gènes favoriseraient l'accroissement des rendements de l'ordre de 20%, soit une avancée significative. Ce nouvel accord, dont les modalités n'ont pas été dévoilées, s'inscrit parfaitement dans la stratégie de partenariat avec les compétences locales, renforçant d'autant, en l'espèce, le rôle de leadership d'Hazera sur le marché de la tomate.

Hazera réalise l'essentiel de ses ventes à l'export avec d'importants marchés en Espagne, Turquie, Mexique et également une présence en Chine. Sur le marché du frais (par opposition au marché de la tomate destiné à l'industrie), **Hazera occuperait 15 à 20% de parts de marché au niveau mondial**.

<sup>1</sup> Prise de participation de 12,5% en 1998, prise de contrôle à hauteur de 55% en 2003 puis contrôle total à compter de 2006  
<sup>2</sup> Daté du 28 mai 2008



Le rapprochement depuis 1998 et la consolidation à 100% depuis 2006 a permis une réelle intégration progressive des équipes et des savoir-faire. Le groupe Vilmorin a ainsi renforcé sa présence sur l'un des principaux marchés des légumes/fruits en croissance et rémunérateur, a accru son potentiel de R&D, complémentaire des autres centres de recherche du groupe, grâce à des accords privilégiés avec la recherche israélienne (Université Hébraïque...).

Hazera a affiché un **trend de croissance de son activité de +7% en moyenne** sur ces 4 dernières années, soit un trend supérieur à la moyenne du groupe proche de +5% et à celui du marché (+2/3%).

La prise de contrôle progressive de Vilmorin est 1/ à la fois le reflet de la stratégie du groupe qui vise des opérations s'inscrivant dans la durée, associant le management et l'ensemble des équipes (dont les laboratoires de recherche alors que le patrimoine génétique constitue le cœur du métier), et 2/ est également le reflet de la structure au sein du pays alors qu'Hazera était historiquement détenu par un kibboutz.

Cette stratégie sera dupliquée dans d'autres pays à l'instar de la dernière opération en Chine (LPHT) afin de tenir compte des contraintes de chacune des zones géographiques concernées (cela a également été le cas historiquement au Japon).

- ▶ **Hazera participe pleinement à l'échiquier de maillage international du groupe avec une R&D qui joue un rôle moteur**
- ▶ **Un trend de croissance supérieur à la moyenne du groupe et une stratégie d'implantation à l'international (ex : Chine avec un TMVA de +20% d'ici à 2012)**

## Un environnement sectoriel toujours extrêmement porteur et convoité

Depuis l'intégration des activités de Grandes Cultures au sein de Vilmorin, l'environnement concurrentiel accorde une large part aux principaux agrochimistes. 60% du marché des semences est concentré entre 10 principaux opérateurs, dont **Monsanto** en position de leader mondial (Grandes Cultures et potagères avec Seminis), **Dupont-Pioneer** (Grandes Cultures), **Syngenta** (Potagères et Grandes Cultures), **Vilmorin**.... Il s'agit pour l'essentiel d'agrochimistes mais aussi de pure Player à l'instar de Vilmorin, **KWS** et les Japonais **Sakata** et **Takii**.

Les récentes publications des principaux compétiteurs ont plutôt constitué de bons vecteurs de croissance pour Vilmorin sous l'angle, d'une part, de publications trimestrielles topline, et d'autre part, de la poursuite du mouvement de concentration.

### Des publications trimestrielles de bon augure

**Monsanto** a, en premier lieu, publié un excellent début d'exercice avec un CA pour son 2<sup>ème</sup> trimestre d'activité (1<sup>er</sup> trimestre calendaire) en progression de 39% à 2,5 Md\$. Toutes les divisions du groupe ont positivement contribué à cette performance, qu'il s'agisse des semences Grandes Cultures (maïs +46% et soja +22%) ou des semences potagères (+18%). Cette performance provient pour l'essentiel d'une demande toujours aussi soutenue entre autres pour les semences OGM (plus particulièrement les semences qui combinent plusieurs gènes de résistance grâce à la technique du stacking) qui contribuent favorablement au mix produit. Monsanto a ainsi été à même d'améliorer de 100pb au cours du seul trimestre le niveau de la gross margin (67,1% vs 66,2%). Compte tenu de l'accroissement de la part des « semences stackées » (triple-stack), le groupe vise un doublement de ses résultats d'ici à 2012, soit un trend annuel moyen de +15%.

*Des publications  
consensuelles*

**Syngenta** a également réalisé une excellente performance pour sa division Semences avec une hausse du CA du 1<sup>er</sup> trimestre de 20% (+13% à taux de change constants). Les semences de Grandes Cultures progressent de 11% (maïs et soja). Pour mémoire, Vilmorin a affiché sur le trimestre comparable une progression de 18% et de +22% à change constants de son activité de Grandes Cultures traduisant, comme souligné précédemment, des prises de parts de marché. Enfin, l'activité potagère de Syngenta, en croissance de 30%, bénéficie entre autres de l'acquisition de l'Israélien Zeraim Gedera.

**Dupont**, uniquement présent sur le marché des Grandes Cultures par l'intermédiaire de Pioneer, a également affiché une excellente performance trimestrielle avec un CA de la division en hausse de 18% et de 21% pour les résultats. Notons que cette performance est le reflet d'un bon niveau de la demande, mais également d'un important effet prix, à savoir +15%.

**KWS** a également réalisé d'excellentes performances à 9 mois pour son activité Grandes Cultures (hors betteraves) avec une progression d'activité de 25% pour le maïs et de 27% pour les céréales (blé, colza...). Ces tendances sont confirmées pour l'ensemble de l'exercice clos au 30 juin 2008. Le management de KWS a par ailleurs revu en hausse ses guidances pour l'ensemble de l'exercice avec dès lors un objectif de croissance de 9% pour l'activité consolidée vs un niveau étale au terme du 1<sup>er</sup> semestre (+15% pour l'activité maïs), et une progression de 10% du résultat d'exploitation vs un niveau étale préalablement. Par ailleurs, KWS envisage une progression de 60% environ de la contribution en exploitation des résultats de la branche maïs. Ces tendances sont globalement en ligne avec nos anticipations pour la division Grandes Cultures de Vilmorin.

**SYNTHESE PERFORMANCES CA T1/S1**

(%)	Publication	Variation
Monsanto	CA T2	<b>+39%</b>
Dupont/Pioneer	CA T1	<b>+18%</b>
Syngenta	CA T1	<b>+20%</b>
Vilmorin	CA T3	<b>+19%*</b>
KWS	CA 9 mois	<b>+25%**</b>

SOURCE : ESTIMATIONS ODDO MIDCAP - \* GRANDES CULTURES - \*\* HORS BETTERAVES

**Un secteur qui suscite de nouveau des convoitises**

Hormis ces bonnes performances, l'environnement sectoriel reste toujours très dynamique avec la poursuite d'opérations de concentration.

La dernière en date - et non des moindres – est **la reprise par Monsanto de l'acteur néerlandais De Ruiter sur la base de 5x le CA et 15x l'Ebitda** (cf. notre commentaire du 1<sup>er</sup> avril 2008). De Ruiter est l'un des principaux producteurs de semences potagères essentiellement sous serre, avec une présence marquée sur le segment des tomates. Du fait de sa présence sur le marché des semences sous serre (marché estimé à 600 M€) et sur des espèces sélectionnées (tomate, melon, concombres, poivrons...), les niveaux de rentabilité sont élevés avec une marge brute de 80% (plutôt 50 à 60% pour les semenciers en général mais variable selon les espèces et la nature des semences, conventionnels ou OGM...) et une marge d'Ebit supérieure à 20%.

Monsanto renforce ainsi sa présence sur le marché des semences après l'acquisition de Seminis en 2005 en privilégiant :

- ▶ Un positionnement sur les semences plain champ mais aussi les semences sous serre avec des marges supérieures,
- ▶ L'accès à un marché qui affiche une croissance plus soutenue. Le marché des semences sous serre croît de 8 à 10%, soit plus du double de la croissance standard du marché.

In fine, Monsanto table sur une croissance moyenne de 10% pour les 5 prochaines années pour son pôle semences potagères.

La qualité du dossier et l'intérêt porté par les autres acteurs peuvent justifier une telle valorisation alors que Monsanto vise 2 exercices pour bénéficier d'un impact relatif.

Il n'en demeure pas moins que d'autres transactions précédentes ont également affiché des ratios élevés, et cela de manière chronique. Rappelons les acquisitions de **Zeraim Gedera par Syngenta** (juillet 2007) pour 3,6x le CA et 13,3x l'Ebitda, ou la reprise de **Delta & Pine par Monsanto** (août 2006) sur la base de 3,3x le CA et 14,9x l'Ebit.

**In fine, les transactions moyennes se réalisent actuellement sur une base comprise entre 2 et 3x le CA et environ 14/15x l'Ebit.**

- ▶ **Un marché porté par un contexte agricole de nouveau porteur et une inflation durable sur les matières agricoles**
- ▶ **Poursuite des mouvements de concentration au profit des agrochimistes et pure player avec un accroissement des enchères**

*Une concentration qui suscite surenchères*

## Ajustement de nos objectifs de résultats

La société vient d'annoncer la confirmation de la cession des activités Grand Public (cf. Flash valeur du 22 mai 2008) avec, d'une part, une cession imminente des actifs français (Oxadis) et polonais (CNOS Vilmorin) pour 60M€, et d'autre part, des négociations accélérées pour la cession des actifs allemands (Flora Frey).

Par ailleurs et suite à la publication du CA T3, nous avons légèrement révisé en hausse nos estimations de résultats de +3% pour le résultat d'exploitation (exercice 2007/08), en conservant cependant des hypothèses assez conservatrices pour les prochains exercices.

Lors de la publication du CA T3, le management s'est livré à un nouvel exercice de prévisions en confirmant ses guidances pour l'activité potagère et révisant en hausse ses prévisions pour la division Grandes Cultures.

### Un CA annuel proche de 900 M€

*Un objectif de résultats  
supérieur aux guidances  
du management*

En ce qui concerne **les semences potagères professionnelles** (42% estimés du CA annuel), le management vise une croissance de 5%. Rappelons qu'au terme des 9 mois, la hausse ressortait à 5,1% et à +4,7% à données comparables, d'où un objectif annuel totalement cohérent sachant que le dernier trimestre représente généralement légèrement plus de 25% de l'activité annuelle de la division.

Pour notre part, nous tablons sur un CA annuel de 381 M€ vs 365 M€ en hausse de 4,4% soit une progression au 4<sup>ème</sup> trimestre limitée à moins de 3% représentant un niveau conservateur.

Pour **l'activité Grandes Cultures**, le management a revu en hausse à plus de 15% l'objectif de croissance du CA annuel (objectif également affiché par KWS pour son activité maïs) vs une estimation précédente comprise entre +8 et +10%. Pour notre part, nous tablions préalablement sur une croissance annuelle de 19%, **niveau légèrement révisé à 21%**, soit un CA de 521 M€ vs 431,6 M€ pour l'exercice précédent, à comparer à +22,7% au terme des 9 mois. Dès le mois de février, nous avons intégré un facteur croissance plus important. Cela est confirmé compte tenu de l'environnement entre autres européen, et également du fait d'une croissance en valeur confirmée aux USA en dépit de l'effet arbitrage et de l'effet devise.

#### PREVISIONS CA

(%)	2006/07	2007/08 E	2008/09 E	2009/10 E
<b>Potagères</b>	<b>364,9</b>	<b>381,1</b>	<b>393,8</b>	<b>410,9</b>
Var.	+4,8%	+4,4%	+3,3%	+4,4%
<b>Grandes Cultures</b>	<b>431,6</b>	<b>520,9</b>	<b>568,0</b>	<b>588,6</b>
Var.	+1,6%	+20,7%	+9,0%	+3,6%
Dont Europe	322,1	408,6	450,5	464,0
Var.	-2,7%	+26,8%	+10,2%	+3,0%
Dont USA	109,5	112,3	117,5	124,6
Var.	+16,5%	+2,5%	+4,6%	+6,0%
<b>Consolidé</b>	<b>804,8*</b>	<b>902,0</b>	<b>961,8</b>	<b>999,5</b>
Var.	+1,7%	+12,1%	+6,6%	+3,9%
<b>Potagères 9 mois</b>	<b>263,1</b>	<b>276,6</b>		
<b>Gdes Cultures 9 mois</b>	<b>312,8</b>	<b>383,8</b>		
Dont Europe	233,5	298,8		
Dont USA	79,3	85,0		
<b>Consolidé 9 mois</b>	<b>575,9</b>	<b>660,4</b>		
Var.		+14,6%		

SOURCE : ESTIMATIONS ODDO MIDCAP - \* HORS GRAND PUBLIC SUR UNE BASE RETRAITEE DES INTRA GROUPE

Notons que ces estimations intègrent une croissance au 4<sup>ème</sup> trimestre plus faible (+9,5%) afin d'intégrer le phénomène d'anticipation de commandes avec des livraisons plus précoces lors des trimestres précédents, et également d'éventuels retours de semences.

En termes de tendances pour les exercices suivants, nous avons en première approche retenu des hypothèses prudentes calées sur la croissance moyenne du marché. Nous avons cependant intégré la poursuite d'un effet prix pour les semences de Grandes Cultures en 2008/09, mais dans de moindres proportions. Enfin, nous avons également intégré des hypothèses €/€ moins favorables (1,55\$ vs 1,47\$).

### Une marge opérationnelle probablement légèrement supérieure à 12%

*Une marge  
opérationnelle historique  
à plus de 12%*

Dès la publication des résultats semestriels, nous avons considéré les hypothèses du management comme trop conservatrices avec une guidance de marge opérationnelle comprise entre 10,5 et 11% (vs 9,9% pour l'exercice précédent hors Grand Public et 9,2% retraitée des facteurs non récurrents). Nous tablions dès lors sur une marge opérationnelle de 12% avec un résultat d'exploitation estimé à 108 M€.

Aujourd'hui, **nos estimations se basent sur un résultat d'exploitation de 111 M€, soit révisé en hausse de près de 3%, avec une marge opérationnelle de 12,3%, en amélioration de 240pb.** Historiquement, il s'agit d'une amélioration annuelle significative jamais constatée au préalable.

Plusieurs facteurs permettent de justifier une telle progression :

- ▶ Les résultats semestriels ont fait état d'une sensible amélioration en dépit d'une saisonnalité peu favorable (rappel, moins d'un tiers du CA est réalisé sur la première partie de l'exercice). Alors que les résultats de la branche potagère étaient en ligne, l'activité Grandes Cultures a affiché une forte amélioration de rentabilité (réduction des pertes semestrielles de 10 M€ pour une contribution additionnelle de seulement 30 M€ de CA),
- ▶ Le groupe bénéficie **d'un effet prix significatif avec des hausses de l'ordre de 10%** pour les grandes cultures et plus spécifiquement pour le maïs,
- ▶ **L'effet mix** contribue également favorablement avec un taux en croissance des obtentions, aussi bien pour les potagères (86% en 2006/07) que pour les grandes cultures (66%),
- ▶ Enfin, **la part des royautés**, mode de rémunération du circuit court pour le blé en Europe, devrait s'accroître d'ici à la fin de l'exercice (+5% à 27M€ au terme des 9 mois d'activités) participant à l'amélioration des marges. **Nous tablons sur un montant de royautés de 53 M€ vs 41 M€ pour l'exercice précédent, soit une progression de 29% dont l'essentiel sera comptabilisé sur le 4<sup>ème</sup> trimestre.**

#### EBIT ET MARGE OPERATIONNELLE

(M€)	2006/07*	2007/08 E	2008/09 E	2009/10 E
<b>RO</b>	<b>79,8</b>	<b>111,0</b>	<b>120,3</b>	<b>127,0</b>
Var.		+39,0%	+8,3%	+5,5%
<b>Marge op</b>	<b>9,9%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,7%</b>
Dont Potagères	54,0**	58,1	60,5	65,0
Marge op	14,8%	15,3%	15,4%	15,8%
Dont Grandes Cultures	29,5	52,8	59,9	62,0
Marge op	6,8%	10,1%	10,5%	10,5%

SOURCE : ESTIMATIONS ODDO MIDCAP - \* HORS GRAND PUBLIC - \*\* HORS RETRAITEMENT LIE A LA SORTIE DU PERIMETRE DU GRAND PUBLIC

*En ligne pour les  
potagères – en avance  
pour les grandes  
cultures*

Ces hypothèses nous paraissent tout à fait réalisables au regard des performances du 1<sup>er</sup> semestre, traduisant des marges S2 raisonnables.

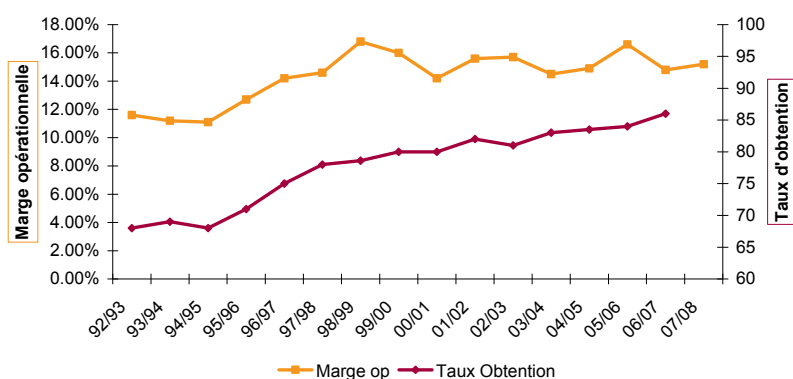
#### EBIT ET MARGE OPERATIONNELLE

(%)	2006/07	2007/08 E
<b>Marge S1</b>	<b>-7,6%</b>	<b>-3,5%</b>
<b>Marge S2</b>	<b>17,6%</b>	<b>19,4%</b>
Potagères S1	4,4%	4,9%
Potagères S2	22,1%	22,3%
Grandes Cultures S1	-29,5%	-15,5%
Grandes Cultures S2	16,9%	18,2%

SOURCE : ESTIMATIONS ODDO MIDCAP

L'objectif de 15% de marge opérationnelle pour les activités potagères est conforme aux attentes. Ce niveau a été atteint à différentes reprises sur des exercices précédents, et devrait s'améliorer compte tenu de la poursuite de l'accroissement du taux des obtentions.

#### MARGE OPERATIONNELLE POTAGERES PROFESSIONNELLES ET TAUX DES OBTENTIONS



En ce qui concerne l'activité de Grandes Cultures, l'objectif de marge opérationnelle de 8 à 9% déterminé lors des apports d'actifs il y a 2 ans devrait d'ores et déjà être atteint et dépassé du fait du retournement de marché dont bénéficie le secteur des céréales, maïs... **Cette performance a été réalisée avec un taux d'obtention de seulement 66%, d'où un véritable potentiel d'amélioration** avec, d'une part, la poursuite du développement des espèces hybrides (blé par exemple) et la montée en puissance des OGM avec une part croissante des variétés stackées (37% actuellement aux USA).

Pour les exercices suivants, nous avons également retenu des hypothèses assez conservatrices avec, **pour la marge opérationnelle, un gain de 20pb en 2008/09 et en 2009/10**. Cela est pour partie justifié par le renchérissement attendu des prix de revient supporté par le groupe du fait de hausses de prix probablement appliquées par les agriculteurs multiplicateurs au cours de la saison 2008/09 en tenant compte d'une évolution du mix plus progressive. Par ailleurs, il existe toujours une incertitude sur la réalisation des plans de production.

- ▶ Légère révision en hausse de nos estimations de résultats de 2 à 3%
- ▶ Des hypothèses court/moyen terme qui restent conservatrices dans un environnement toujours porteur

## UNE CONVICTION RENFORCEE – NOUVEAU TP 135€

---

### Rappel des principaux leviers de croissance

Notre business plan actuel traduit des objectifs 2007/08 légèrement supérieurs à ceux présentés par le management. A contrario, nous avons retenu des hypothèses conservatrices pour les 2 exercices suivants.

Le groupe devrait bénéficier de nombreux leviers de croissance à court et moyen terme avec :

#### Le désengagement des activités Grand Public

La principale filiale française Oxadis (n°1 en France) et la filiale polonaise CNOS Vilmorin (n°2) ont été cédées au Français Plan SAS, groupe horticole et semencier privé qui dégage un CA de 47 M€. Cette cession devrait se réaliser sur la base **d'une valeur globale d'entreprise de 60 M€ d'ici au 30 juin 2008**. Au préalable, le groupe devrait céder à Oxadis les fonds de commerce et les marques dédiées spécifiquement au grand public (Vita, France Graines...) alors que les marques professionnelles (Vilmorin, Clause, Tézier...) resteront la propriété de Vilmorin et feront l'objet de contrats de licence d'exploitation.

**Le montant de la cession (VE de 60 M€) correspond globalement à nos attentes, soit 0,6x le CA (environ 100/105 M€) et 7/7,5x l'Ebit.**

En ce qui concerne la filiale allemande (Flora Frey, n°1 en Allemagne, CA 14 M€), les négociations semblent s'accélérer. L'élément nouveau à noter est que cette cession pourrait intervenir d'ici au 30 juin 2008, alors que récemment (lors de la visite de site en Israël début mai), le timing était plutôt fixé à décembre 2008.

Enfin, la filiale britannique (Sutton Seeds, n°2 au Royaume-Uni, CA de 25 M€) fait l'objet de plusieurs offres avec une cession envisagée d'ici à la fin de l'année, timing pour l'instant inchangé.

De cette cession, nous retiendrons principalement que :

- ▶ **Le timing sera finalement globalement respecté** d'ici à la fin de l'exercice (au 30 juin). La cession d'Oxadis représente plus de 70% de l'activité globale de la branche,
- ▶ **Le montant global de la cession estimé à 70/80 M€** sera légèrement inférieur à nos attentes (90 M€) mais devrait néanmoins **générer un cash-in d'environ 45/50 M€**,
- ▶ Cette cession devrait avoir **un effet mix favorable que nous estimons à au moins 50pb** (sur la base d'une marge Grand Public retraitée de 6% environ),
- ▶ Enfin, l'impact sur le P&L devrait être globalement neutre du fait de plus-values issues de la cession d'Oxadis et en dépit d'un risque de provisions additionnelles pour la cession de Flora Frey.

*Une cession pour un montant global estimé à 70/80 M€ et un cash-in de 45/50 M€ => effet mix favorable > 50pb*



*R&D : une moindre dépendance au leader mondial et un accroissement du patrimoine propre*

## Le renforcement de la R&D

Cet arbitrage favorisera un recentrage sur le marché dédié aux professionnels avec une accentuation des moyens affectés à la R&D. Cela concernera aussi bien les semences conventionnelles que les semences OGM.

Avec un budget proche de 100 M€, les frais de R&D représentent près de 14% de l'activité du groupe. Après prise en compte des développements en partenariat, c'est un montant de 150 M€ qui est régulièrement consacré à la R&D. Notons qu'environ 25% de ces budgets sont affectés aux biotechnologies.

L'un des axes de développement du groupe vise une présence renforcée sur le marché des semences OGM afin de limiter la prédominance de Monsanto, unique acteur actuellement qui profite pleinement de la commercialisation entre autres des triples-traités OGM (croissance supérieure de 50% par rapport aux semences OGM avec 1 seul trait). Par ailleurs, il s'agit de ne pas se laisser distancer alors que **Monsanto élabore d'ores et déjà les variétés de nouvelle génération avec, par exemple, l'intégration non plus de 3 mais de 8 traits** (nouvelle génération de semences avec de nouvelles résistances par exemple à la sécheresse...).

L'accélération de la présence de Vilmorin sur le segment des traits OGM présentera différents avantages, dont :

- ▶ Une revalorisation du patrimoine génétique propre du groupe avec **l'accroissement de la part des obtentions au sein des Grandes Cultures, d'où une amélioration des marges à la clé.**
- ▶ **Une moindre dépendance à Monsanto.** Vilmorin est actuellement contraint, comme les autres acteurs, de se procurer une partie du patrimoine génétique auprès de Monsanto pour développer ses propres espèces, en contrepartie de versements de royalties. Cela représente un coût non négligeable estimé à **130 M\$ (85M€)** supporté à hauteur de 50% (JV avec l'Allemand KWS) soit 4 à 5% du CA du groupe ! Il s'agit d'une économie potentielle à terme, cependant pour partie absorbée par l'accroissement attendu des budgets de R&D (15% vs <14% ?).

## La poursuite des développements à l'international et en Asie

*Une prise de participation stratégique en Chine*

**La présence du groupe à l'international demeure un leitmotiv.** L'Asie constitue bien évidemment un axe prioritaire. La prise de participation au sein de la société chinoise LPHT représente ainsi un réel intérêt.

Vilmorin a établi une alliance stratégique avec la société chinoise Hunan Xindaxin Co. Ltd, actionnaire de référence du semencier Yuanlongping High-Tech Agriculture (LPHT). Par le biais d'une JV détenue à hauteur de 46,5% par Vilmorin, ce dernier détient in fine **une participation de plus de 10% au sein de LPHT, par ailleurs coté en bourse.**

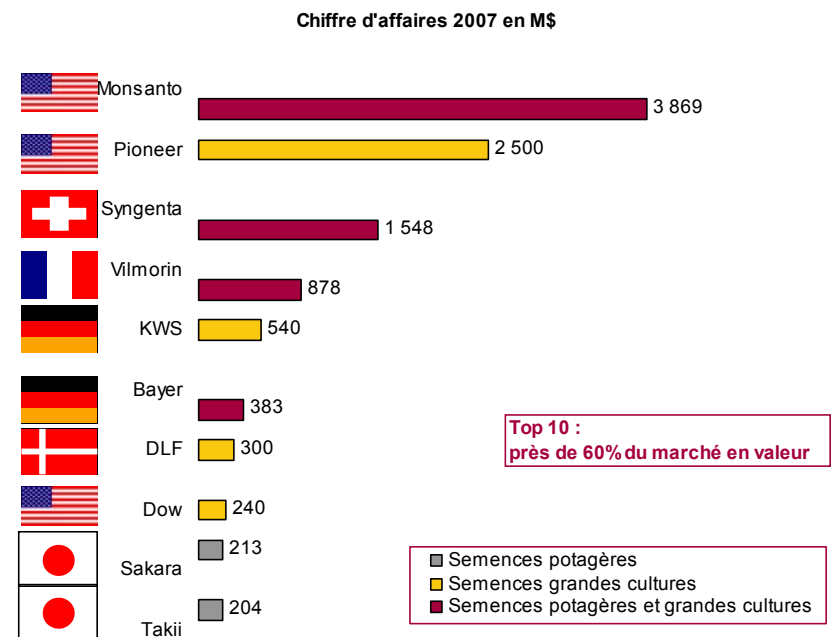
Cette société semencière permet ainsi à Vilmorin d'accéder au vaste marché chinois et plus particulièrement au marché du riz hybride. La Chine représente 15% du marché mondial des semences, n°1 mondial pour le riz et n°2 mondial pour le maïs et le blé. Cette stratégie d'implantation sera probablement longue à l'instar des opérations au Japon (Mikado et Kyowa) et permettra, à terme, l'accès à de nouvelles technologies complémentaires. Ces développements favoriseront également des synergies avec les autres entités du groupe qui développent d'ores et déjà des opérations commerciales (cf. stratégie d'Hazera).

L'incidence sur le P&L est pour l'instant marginale. Il s'agit de prendre position parallèlement aux autres acteurs (Monsanto, Syngenta...).



## La poursuite des opérations de consolidation

### DIVERS ACTEURS



SOURCE : VILMORIN

Le marché tend de plus en plus à se concentrer avec une prédominance d'agrochimistes et également une double compétence dans le domaine des semences potagères et grandes cultures, validant d'autant l'opération d'apports d'actifs de Limagrain au sein de Vilmorin courant 2006.

Le mouvement de concentration devrait se poursuivre du fait :

- ▶ De la présence **d'acteurs familiaux de taille modeste**, spécialisés sur certains segments de marché (cf. De Ruiter...),
- ▶ D'agrochimistes qui développent **une activité semences plus largement diluée** au sein des autres activités (Bayer, Dow...),
- ▶ D'acteurs spécialisés qui, pour l'instant, demeurent hermétiques (Sakata et Takii au Japon).

Sans parler des nombreuses autres sociétés, par exemple en Chine, qui pourraient voir leur structure capitalistique évoluer au gré de l'ouverture du pays aux investisseurs étrangers.

*Le groupe dispose de moyens et de diverses alternatives*

Dans ce contexte, Vilmorin joue indéniablement un rôle offensif. La JV avec KWS aux USA pourrait évoluer de manière plus générale avec un rapprochement entre les deux groupes (sujet évoqué à maintes reprises). Rappelons que Vilmorin dispose d'une structure financière saine et pourrait d'ailleurs disposer de **450 à 500 M€ d'endettement supplémentaire** pour financer une importante opération. Cependant, toutes les activités de KWS peuvent ne pas intéresser Vilmorin (betteraves...) privilégiant les activités à plus fort potentiel (les 2/3 de l'activité du groupe).

Notons que le Vilmorin vient de procéder avec succès à l'émission d'une OCEANE pour 150 M€ après exercice en totalité de la clause d'extension sur la base d'un taux de 4,5% (cf. Flash valeur du 29/05/08). Cette émission a été réalisée avec une prime de 20% par rapport à un cours de référence de 129,97€, soit 155,96€. L'échéance est fixée au 1<sup>er</sup> juillet 2015. La dilution potentielle théorique sera d'environ 7%.

L'un des obstacles à une telle stratégie pourrait être les ratios de transaction actuellement atteints. Notons cependant que, conformément aux opérations précédentes, plus particulièrement en Asie mais aussi en Israël avec Hazera, le groupe pourrait prendre des participations progressives au sein de ses cibles. Cette stratégie présente l'avantage de diluer le coût d'acquisition (voire de générer un badwill d'acquisition à l'instar de la prise de contrôle majoritaire d'Hazera pour 9 M€) et de procéder à une intégration progressive des équipes (cf. Hazera et Kyowa/Mikado).

- ▶ **De nombreux leviers à moyen terme :**
- ▶ **Un pure player sur les semences professionnelles**
- ▶ **Le cœur du métier : la R&D, véritable barrière à l'entrée, assure la génération de FCF des années suivantes**
- ▶ **De nouvelles zones à explorer : l'Asie**
- ▶ **Un marché toujours en concentration au profit d'acteurs reconnus**

## Nouvel objectif de cours 135€ (vs 116,5€)

Les performances réalisées par le groupe, sa stratégie de développement alliant croissance interne et croissance externe, l'évolution sur un marché qui demeure structurellement en croissance avec actuellement des phases d'accélération, autant d'éléments qui confortent notre opinion positive sur le titre, d'où un **rating Achat**, maintenu en dépit de l'excellent parcours réalisé depuis le début d'année (+57% depuis le point bas atteint courant janvier). Par ailleurs, compte tenu de nos ajustements de prévisions, de l'appréciation des comparables et de perspectives à moyen terme intactes, **nous révisons également notre objectif de cours à 135€ (vs 116,5€ au préalable).**

### Approche par les comparables

Nous avons retenu un échantillon de valeurs qui regroupe les principaux concurrents de Vilmorin. Il s'agit pour l'essentiel d'agrochimistes avec **Monsanto, Dupont, Syngenta, Bayer, Dow et KWS**. Depuis que Vilmorin regroupe les activités de Grandes Cultures et de surcroît avec le désengagement des activités Grand Public, le parallèle est plus facilement justifié même si la comparaison est biaisée par les activités annexes aux semences (activité agrochimique).

Cependant, nous considérons que le mix entre les diverses sociétés est relativement équilibré. Monsanto affiche certes des ratios élevés justifiés par le dynamisme de son activité, le haut niveau des marges (23,9% en 2007/08 avec un objectif d'accroissement de 100pb par an) et un positionnement de leader (entre autres pour les OGM) avec une forte capacité à mobiliser des moyens pour réaliser des acquisitions. A contrario, notre échantillon tient compte de chimistes (Dupont, Bayer, Dow) qui présentent des ratios plus raisonnables (P/E de 12/14x, EV/Ebit de 10x).

*Un objectif de cours  
voisin de 125€*

#### COMPARABLES

	-----P/E-----			-----Capi/CA-----			-----EV/CA-----			-----EV/Ebitda-----			-----EV/RO-----		
	07/08	08/09	09/10	07/08	08/09	09/10	07/08	08/09	09/10	07/08	08/09	09/10	07/08	08/09	09/10
Moyenne	20,4	19,0	17,7	2,35	2,22	2,12	2,48	2,34	2,22	11,7	10,9	10,3	15,7	14,2	13,7
Vilmorin	28,9	27,7	25,3	1,86	1,75	1,68	2,23	2,08	1,98	10,4	9,6	9,0	18,1	16,6	15,6
Prime/Décote	29%	31%	30%	-26%	-27%	-26%	-11%	-13%	-12%	-12%	-14%	-15%	14%	16%	12%

SOURCE : ESTIMATIONS ODDO MIDCAP - COURS DE REFERENCE 125,5€

Une comparaison des marges opérationnelles des divers groupes traduit une forte disparité entre Monsanto et les autres valeurs de l'échantillon. **Monsanto affiche près de 24% de marge opérationnelle pour une moyenne de notre échantillon de 14,5%, et au moins 12% estimé pour Vilmorin.** La marge de ce dernier se rapproche plus des niveaux de chimistes comme Bayer (11,3%), Dow (9,2%) ou du semencier KWS (11%).

La marge de Vilmorin paraît plus faible comparativement à l'échantillon. Notons cependant que **la seule activité potagère affiche des marges voisines de 15%**. Par ailleurs, l'activité Grandes Cultures récemment intégrée, bien qu'affichant des marges en fort redressement à 10% (vs 7/7,5% l'exercice précédent) devrait progressivement les améliorer au gré de l'accroissement du taux des obtentions.

Marge opérationnelle (%)	2007/08 E	2008/09 E
<b>Monsanto</b>	<b>23,9%</b>	<b>24,8%</b>
Dupont*	14,5%	14,5%
Syngenta*	16,8%	17,8%
<b>Vilmorin</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,5%</b>
KWS	11,0%	11,5%
Bayer*	11,3%	13,6%
Dow*	9,2%	8,8%

\* IL S'AGIT D'UNE MOYENNE SUR 2 EXERCICES DU FAIT D'UNE CLOTURE DECALEE

SOURCE : ESTIMATIONS ODDO MIDCAP

**Au terme de cette approche, nous obtenons un objectif de cours proche de 125€.**

## Actualisation des FCF

Cette approche correspond in fine assez bien au profil de la société qui doit investir massivement sur longue période pour mettre au point de nouvelles espèces variétales. **Rappelons que selon les techniques utilisées, le temps de développement se situe entre 7 et 10 ans.** Nous avons retenu des hypothèses assez conservatrices :

*Un objectif de cours de  
140€*

- ▶ Nous avons basé notre modèle sur une croissance assez linéaire du CA avec **une croissance de 5% par an**. Au-delà de 2010, nous intégrons une amélioration de 10pb par an de la marge opérationnelle avec **un niveau plafonné à 13%**. **Nous avons normalisé le taux à l'infini à 12,5%**, soit un niveau particulièrement conservateur. Par ailleurs, nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 4,5%, niveau probablement supérieur à la moyenne mais conservateur au regard du taux de croissance des résultats du groupe sur longue période. **Rappelons en effet qu'au cours des 15 dernières années, le TMVA des BPA a été de +8,7%** ;
- ▶ Sur la base d'un capex d'environ 105 M€ nous avons également retenu une croissance homogène d'environ +4/5% par an. In fine, le groupe est à même de générer un FCF moyen avant coût du financement de 70/75 M€. **Le FCF Yield ressort à environ 4,5%** ;
- ▶ Pour les taux d'actualisation, nous avons retenu un taux sans risque de 4,5%, une prime de marché de 5% et un bêta de 1. Aussi, **le Wacc ressort-il à 7,4%**. Ce niveau relativement faible est justifié par l'absence de risque majeur et surtout par le niveau extrêmement élevé des barrières à l'entrée.

Valorisation DCF (M€)	Jun 08	Jun 09	Jun 10	Jun 11	Jun 12	Jun 13	Jun 14	Jun 15	Jun 16	Jun 17
CA	902.0	961.8	999.5	1 049.5	1 102.0	1 157.0	1 214.9	1 275.6	1 339.4	1 406.4
Var.		6.6%	3.9%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Ebitda	193.4	207.9	220.0	232.0	244.8	258.1	271.1	284.6	298.8	313.8
Var.		7.5%	5.9%	5.5%	5.5%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
% CA	21.4%	21.6%	22.0%	22.1%	22.2%	22.3%	22.3%	22.3%	22.3%	22.3%
Depreciation	82.4	87.5	93.1	97.7	102.6	107.7	113.1	118.8	124.7	130.9
% CA	9.1%	9.1%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%
<b>Ebit</b>	<b>111.0</b>	<b>120.3</b>	<b>127.0</b>	<b>134.3</b>	<b>142.2</b>	<b>150.4</b>	<b>157.9</b>	<b>165.8</b>	<b>174.1</b>	<b>182.8</b>
Var.		<b>8.4%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.8%</b>	<b>5.8%</b>	<b>5.8%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>
<b>Operating margin</b>	<b>12.3%</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.9%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.0%</b>
Taxes	-22.4	-25.1	-27.2	-34.9	-38.4	-42.1	-45.8	-49.8	-52.2	-54.8
NOPAT	88.5	95.2	99.7	99.4	103.8	108.3	112.1	116.1	121.9	128.0
Operating cash-flow	171.0	182.8	192.8	197.1	206.4	216.0	225.3	234.9	246.6	258.9
Var. BFR	14.7	-10.7	-4.7	-4.9	-5.2	-5.4	-5.7	-6.0	-6.3	-6.6
Capex	-105.0	-110.0	-115.0	-120.8	-126.8	-133.1	-139.8	-146.8	-154.1	-161.8
<b>Free CF</b>	<b>80.7</b>	<b>62.1</b>	<b>73.1</b>	<b>71.5</b>	<b>74.4</b>	<b>77.5</b>	<b>79.8</b>	<b>82.1</b>	<b>86.2</b>	<b>90.5</b>
Moyenne	77.8									
FCF Yield	4.7%	3.6%	4.2%	4.1%	4.3%	4.5%	4.6%	4.7%	5.0%	5.2%
Wacc	7.4%									
<b>DCF</b>	<b>77.9</b>	<b>55.8</b>	<b>61.2</b>	<b>56.7</b>	<b>55.9</b>	<b>55.1</b>	<b>53.7</b>	<b>52.4</b>	<b>52.8</b>	<b>53.2</b>
Croissance à l'infini	4.5%									
Taux sans risque	4.5%									
Prime de marché	5.0%									
Bêta	1.0									
Coût Equity	9.5%									
Coût de la dette	5.0%									
Coût de la dette nette	3.0%									
WACC	7.4%									
Somme CF actualisé	574.6									
Valeur terminale actualisée	1 745.9									
Total	2 320.5									
Endettement net	345.3									
Minoritaire	97.2									
Autres provisions	0.0									
<b>Valeur Equity</b>	<b>1 878.0</b>									
<b>Par action</b>	<b>140.2</b>									

**Il en résulte un objectif de cours de 140€.** Les hypothèses retenues sont prudentes et ne tiennent pas compte :

- ▶ D'une accélération de la croissance provenant de l'effet prix (cf. 2007/08),
- ▶ D'une amélioration significative des marges liée à la part croissante des semences OGM (impact à compter de 2014),
- ▶ De nouvelles extensions de périmètre créatrices de valeur.

- ▶ **Un nouvel objectif de cours de 135€ (vs 116,5€)**
- ▶ **De nombreux leviers de revalorisation de notre TP :**
  - 1/ poursuite de l'effet prix,**
  - 2/ accroissement de la part des OGM,**
  - 3/ nouveau changement de dimension,**
  - 4/ valorisation stratégique du patrimoine génétique**

# Vilmorin

<b>Données par action</b>	<b>06/03</b>	<b>06/04</b>	<b>06/05</b>	<b>06/06</b>	<b>06/07</b>	<b>06/08e</b>	<b>06/09e</b>	<b>06/10e</b>
BNA dilué et élém. non récurrents (RNpg C)	2.89	3.34	3.38	4.00	4.09	4.35	4.54	4.95
Variation	36.7%	15.7%	1.1%	18.6%	2.3%	6.1%	4.4%	9.1%
BNA dilué (RNpg)	2.43	3.16	3.38	4.58	4.09	4.50	4.86	5.31
Variation	16.0%	30.3%	6.8%	35.6%	-10.6%	9.8%	8.1%	9.1%
Dividende net	1.27	1.53	1.62	1.62	1.66	1.84	2.04	2.28
CAF/action	3.19	3.97	7.49	9.01	9.05	11.07	11.08	11.89
Actif net/action	27.98	29.09	31.42	33.74	45.43	48.27	51.28	54.55
Nombre d'actions existantes (M)	9.567	9.567	9.567	9.567	13.392	13.392	13.392	13.392
Nombre d'actions dilué (M)	9.567	9.567	9.567	9.567	13.392	13.392	14.350	14.350

<b>Compte de résultat (M EUR)</b>	<b>06/03</b>	<b>06/04</b>	<b>06/05</b>	<b>06/06</b>	<b>06/07</b>	<b>06/08e</b>	<b>06/09e</b>	<b>06/10e</b>
Chiffre d'affaires	429.8	488.3	489.4	497.3	938.4	902.0	961.8	999.5
Variation	-0.1%	13.6%	0.2%	1.6%	88.7%	-3.9%	6.6%	3.9%
EBITDA	51.8	56.4	81.5	94.1	158.1	193.4	207.9	220.0
EBITDA/CA	12.1%	11.6%	16.7%	18.9%	16.9%	21.4%	21.6%	22.0%
ROP courant	46.3	50.7	46.5	56.4	80.5	111.0	120.3	127.0
Variation	13.2%	9.6%	-8.3%	21.3%	42.8%	37.8%	8.4%	5.5%
ROP courant / CA	10.8%	10.4%	9.5%	11.3%	8.6%	12.3%	12.5%	12.7%
ROP (EBIT)	45.8	49.0	43.7	55.5	95.0	111.0	120.3	127.0
ROP (EBIT) / CA	10.7%	10.0%	8.9%	11.2%	10.1%	12.3%	12.5%	12.7%
Résultat financier	-5.3	-2.7	2.0	-3.7	-19.8	-24.7	-23.8	-22.2
Résultat courant avant impôt	40.5	46.3	45.7	51.8	75.2	86.2	96.5	104.8
Variation	27.0%	14.4%	-1.4%	13.3%	45.2%	14.6%	11.9%	8.6%
Impôt société	-12.1	-15.8	-11.8	-9.7	-17.2	-22.4	-25.1	-27.2
Mises en équivalence	-0.1	1.1	0.9	1.6	-0.7	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	-1.2	-1.4	-2.5	-5.4	-2.5	-5.6	-6.3	-6.5
RNpg	23.2	30.2	32.3	43.8	54.8	60.2	65.1	71.0
RNpg Corrigé	27.6	31.9	32.3	38.3	54.8	58.2	65.1	71.0
Variation	36.7%	15.7%	1.1%	18.6%	43.2%	6.1%	11.8%	9.1%

<b>Tableau de financement (M EUR)</b>	<b>06/03</b>	<b>06/04</b>	<b>06/05</b>	<b>06/06</b>	<b>06/07</b>	<b>06/08e</b>	<b>06/09e</b>	<b>06/10e</b>
Total flux d'exploitation	12	32	54	75	124	163	148	166
dont variation du BFR	-18	-6	-18	-11	3	15	-11	-5
Capex	-16	-8	-33	-33	-104	-105	-110	-115
Cash flow libre (FCF)	-4	25	21	42	21	58	38	51
Invest. en titres (net)	0	-26	-4	17	-29	-22	0	0
Total flux d'investissements	-16	-33	-37	-16	-132	-127	-110	-115
Dividendes (yc mino)	-10	-12	-15	-15	-22	-22	-25	-27
Nouveaux fonds propres	0	0	0	0	241	0	0	0
Total flux de financement	-10	-12	-15	-15	220	-22	-25	-27
Autres Flux	7.3	24.8	-12.9	-34.0	-487.4	-0.1	0.2	0.0
Var.de la trésorerie (dette) nette	-7	11	-11	10	-276	13	14	24

<b>Bilan (M EUR)</b>	<b>06/03</b>	<b>06/04</b>	<b>06/05</b>	<b>06/06</b>	<b>06/07</b>	<b>06/08e</b>	<b>06/09e</b>	<b>06/10e</b>
Incorporels	91	117	173	173	661	661	661	661
Immobilisations Corporelles	55	67	84	91	128	173	196	218
Immobilisations financières	40	20	24	24	54	54	54	54
BFR	197	203	173	184	251	236	247	252
Total actif	384	408	453	471	1 094	1 125	1 158	1 184
Capitaux propres groupe	268	278	301	323	608	646	687	730
Capitaux propres minoritaires	19	38	41	48	97	103	109	116
Provisions	17	23	33	31	44	44	44	44
Endettement financier net	80	69	79	69	345	332	318	295
Total passif	384	408	453	471	1 094	1 125	1 158	1 184

<b>Ratios</b>	<b>06/03</b>	<b>06/04</b>	<b>06/05</b>	<b>06/06</b>	<b>06/07</b>	<b>06/08e</b>	<b>06/09e</b>	<b>06/10e</b>
FCF yield	-1.5%	7.2%	4.6%	7.9%	2.2%	3.4%	2.3%	3.0%
ROCE (avant IS)	12.3%	12.8%	10.2%	12.0%	12.1%	10.0%	10.5%	10.8%
ROCE (après IS)	8.7%	8.6%	7.5%	9.8%	9.4%	7.4%	7.8%	8.0%
ROE	10.4%	11.7%	11.2%	12.3%	11.8%	9.3%	9.8%	10.0%
Dette nette/ebitda	1.5	1.2	1.0	0.7	2.2	1.7	1.5	1.3
EBITDA sur Frais fi	9.8	20.9	ns	25.4	8.0	7.8	8.7	9.9