VILMORIN

Alimentation
France

Cours : **81.0 EUR**
11 Mai 2007

Recommandation: **Accumuler (2)**

Objectif de cours : 86.0 EUR

Reuters : VILM.PA
Bloomberg : RIN FP

Plus haut 12 mois: 81.9
Plus bas 12 mois: 56.2

Ratios Boursiers

	06/06	06/07e	06/08e	06/09e
PER	14.1	20.6	18.2	16.4
Rdt net (%)	2.9%	2.3%	2.6%	2.9%
FCF yield (%)	7.9%	2.7%	4.1%	5.4%
Cours/ANA	1.7	1.8	1.7	1.6
VE/CA	1.3	1.6	1.5	1.4
VE/EBITDA	7.0	9.2	8.1	7.4
VE/ROP courant	12.0	17.8	14.8	13.4

Données par action

EUR	06/06	06/07e	06/08e	06/09e
BNA (RNpg C)	4.00	3.94	4.46	4.93
Variation en %	18.6%	-1.6%	13.2%	10.6%
BNA (RNpg)	4.58	3.94	4.46	4.93
Variation en %	35.6%	-14.0%	13.2%	10.6%
Div. Net	1.62	1.85	2.10	2.32
ANA	33.74	44.73	47.34	50.18

Compte de résultat

EUR	06/06	06/07e	06/08e	06/09e
CA	497.3	956.6	993.3	1 026
Variation en %	1.6%	92.4%	3.8%	3.3%
ROP courant	53.4	86.2	102.1	110.7
Variation en %	14.8%	61.5%	18.4%	8.5%
ROP (EBIT)	52.5	93.2	102.1	110.7
RNpg publié	43.8	52.8	59.7	66.1
RNpg corrigé	38.3	52.8	59.7	66.1

Données financières

% et M EUR	06/06	06/07e	06/08e	06/09e
ROCE avant IS	11.4%	11.4%	8.7%	9.3%
ROCE après IS	9.8%	8.3%	6.3%	6.8%
ROE	12.3%	11.4%	9.7%	10.1%
FCF	42.4	28.8	44.2	58.2
Dette nette	69.3	397.2	378.1	347.1
Gearing	18.7%	55.4%	50.1%	43.5%
Dette nette/ebitda	0.8	2.4	2.0	1.7
EBITDA/Frais fi	24.6	9.9	12.0	14.6

Performance

	1 mois	3 mois	12 mois
Perf absolue	5.9%	8.1%	31.8%
Perf. Rel. Indice	1.01	1.02	1.15
Perf. Rel. DJ	1.05	1.03	1.08

Informations Boursières

Capitalisation	1 085
VE	1 484
Nb.de titres (M)	13.4
Volume moyen	452
Groupe	71.3%
Flottant	28.7%
Auto-contrôle	0.1%

Jean-François Granjon
+33 (0)4.72.68.27.05
jfgranjon@oddo.fr

Avertissement : nous attirons l'attention du lecteur sur le fait que Oddo Corporate Finance a conclu un contrat de liquidité avec la société. Dans ce cadre Oddo Midcap s'est engagé à produire et diffuser des analyses financières sur la société, en fonction de l'actualité et au minimum une fois par an, et à les communiquer à la société avant leur diffusion, sans que Oddo Midcap soit en aucune façon tenu par les observations éventuelles de la société. Néanmoins les commentaires contenus dans ce document ne font jamais l'objet d'une telle communication préalable.

Confirmation de nos objectifs annuels – Ajustement de notre objectif de cours à 86€ (vs. 80€)

Vilmorin a publié un CA T3 totalement en ligne avec nos attentes à 389,6 M€ en croissance de +4,7%. Nos objectifs annuels sont confirmés avec un objectif de marge opérationnelle de 9,7%. La récente visite de AgReliant aux USA conforte notre confiance quant à la capacité du groupe à accélérer son développement dans le domaine des Grandes Cultures (rappel, récemment intégré au sein du périmètre de Vilmorin) avec d'importantes parts de marché à saisir aux USA (marché porté par les cultures OGM et le développement du bioéthanol). L'ensemble des activités du groupe est bien orienté. Nous maintenons notre opinion Accumuler (2) avec un objectif de cours ajusté à 86€ (vs. 80€).

Les faits : Publication du CA T3 et rapide Feedback Visite de site (US)

Vilmorin publie un CA 9 mois de 675,7 M€ (676,3 M€ estimations Oddo Midcap) en progression pro forma de 2,6% et de +3,7% retraité des facteurs changes et périmètre. L'activité Potagères affiche un CA de 362,9 M€ (366,5 M€ estimations Oddo Midcap) en hausse de 2,4% et de +2,7% à données comparables. Les activités Grandes Cultures affiche un CA de 312,8 M€ (309,8 M€ estimations Oddo Midcap) en hausse de 2,9% et de +4,8% à données comparables.

Au titre du seul 3ème trimestre, le CA ressort à 389,6 M€ (390,2 M€ estimations Oddo Midcap) en hausse de 4,7% (+5% à données comparables). Par activités, le pôle Potagères affiche un CA de 171,4 M€ (175 M€ estimations Oddo Midcap) en hausse de 1,2%. Les activités de Grandes Cultures affiche un CA de 218,2 M€ (215,2 M€ estimations Oddo Midcap) en progression de 7,7%.

CA 9 MOIS / CA T3

(M€)	Publiés	Estimations Oddo Midcap	Période Précédente pro forma	Variation pro forma	Variation péri et ch id
CA 9 mois	**675,7**	**676,3**	**658,5**	**+2,6%**	**+3,7%**
Dont Potagères	362,9	366,5	354,5	+2,4%	+2,7%
Grand Public	*107,2*	*112,4*	*115,8*	*-7,4%*	-
Professionnel	*255,7*	*254,1*	*239,1*	*+6,9%*	*+4,0%*
Grandes cultures	312,8	309,8	304,0	+2,9%	+4,8%
CA T3	**389,6**	**390,2**	**371,9**	**+4,7%**	**+5,0%**
Dont Potagères	171,4	175,0	169,4	+1,2%	nc
Grand Public	*61,0*	*67,0*	*66,2*	*-7,8%*	*+2,7%*
Professionnel	*110,0*	*108,0*	*103,3*	*+6,5%*	*+5,0%*
Grandes cultures	218,2	215,2	202,5	+7,7%	nc

SOURCE : SOCIETE – ESTIMATIONS ODDO MIDCAP

Commentaires : Confirmation des objectifs annuels

Nous retiendrons les éléments suivants :

- Ce 3ème trimestre est déterminant avec la concentration de la campagne commerciale essentiellement entre les mois de février et d'avril pour les semences de grandes cultures. 70% du CA Grandes Cultures du groupe 9 mois a été réalisé au cours du seul 3ème trimestre. L'intégration des activités de Grandes Cultures a ainsi accru la saisonnalité comparativement à la seule activité Potagères. Pour l'ensemble du groupe, le CA T3 représente ainsi plus de 40% du CA annuel vs. plus d'un tiers pour les activités potagères.

- Vilmorin a réalisé un très bon niveau d'activité Potagères avec un CA 9 mois en hausse de 2,7% à comparer à +1,5% en données comparables pour le 1er semestre. Les activités Professionnelles confirment les excellentes performances du début d'exercice avec une hausse 9 mois de 4% en données constantes et de +5% pour le seul T3 à comparer à +3% pour le 1er semestre. Toutes les filiales du groupe ont globalement réalisé une bonne performance. En ce qui concerne le Grand Public, les campagnes ont été plutôt bonnes aussi bien pour Oxadis (filiale française) qui réalise la majeure partie du CA Grand Public, que pour les filiales étrangères. Le groupe renoue ainsi avec une croissance à données comparables de +2,7% pour le 3ème trimestre malgré un décalage de comptabilisation au sein de la filiale UK (5 M€ de CA facturé au T4).

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.

- Alors que le groupe réalise l'essentiel de son activité de Grandes Cultures au 3ème trimestre, la performance a été au rendez-vous avec une hausse pro forma de 7,7% à 218,2 M€. Les marchés européens ont été plutôt stables après 3 exercices de retrait. En ce qui concerne l'Amérique du Nord, le groupe réalise une excellente performance avec un CA en progression de 24% (79 M€) à données constantes au titre des 9 mois d'activités (+25% pour le seul T3 à 73 M€). Cette forte croissance résulte essentiellement d'un accroissement des surfaces de maïs d'où un effet volume qui justifie l'essentiel de la croissance du CA.

- La visite du site de AgReliant et la rencontre avec le management de la filiale nous ont permis d'entrevoir le véritable potentiel de développement des activités de Grandes Cultures en Amérique du Nord alors que le groupe n'est réellement présent sur ce marché que depuis 6 ans. Le groupe bénéficie actuellement d'un fort accroissement des surfaces des maïs (+12,5% en 2007) en raison d'une forte demande provenant des biocarburants. 18% de la production actuelle domestique de maïs est destiné à la production de bioéthanol avec pour objectif d'accroître cette part à 30% à moyen terme. Alors que 106 unités de production de bioéthanol sont actuellement opérationnelles (fin 2006), les projets en construction et en cours d'élaboration représentent plus qu'un doublement du parc installé actuel (268 à terme).

- Le marché des OGM constitue bien évidemment un important vecteur de croissance permettant entre autre de répondre à cette demande, avec la barre des 100 millions d'hectares de cultures OGM dépassée en 2006 dans le monde. En valeur, le marché a progressé de 17% en 2006 et devrait maintenir un rythme de croissance d'au moins +10% par an au cours des prochaines années. Le soja et le maïs sont les principales cultures concernées. Du fait du développement du bioéthanol, les cultures de maïs bénéficient d'une plus forte croissance avec 70% du maïs produit aux USA comportant des traits OGM (vs. 0 en 1997 soit 10 ans auparavant).

- Vilmorin bénéficiera pleinement de cette dynamique alors qu'un objectif de CA de 280 M$ pour 2007 est réalisable (dont 50% consolidé du fait du partenariat avec KWS) soit une progression supérieure à 20% (entre 2001 et 2006, le TMVA du CA a été de +17%). Par ailleurs, l'environnement concurrentiel se présente de manière favorable avec des redistributions en cours au profit des acteurs les plus dynamiques. Le groupe vise rapidement 10% de parts de marché vs. 5,7% actuellement alors que 15% du marché est appelé à être redistribué (perte de parts de marché de Syngenta, Dupont et autres acteurs de taille plus modeste).

Opinion : Accumuler (2) maintenu – Nouveau TP 86€ (vs. 80€)

Suite à la publication de résultats semestriels de bonne facture (cf. Midcap Daily Briefing des 12 et 13 avril 2007) et compte tenu d'un CA T3 également de bon niveau, nous sommes confiants quant à la capacité du groupe à afficher une amélioration des marges supérieures à celle initialement attendue. Nous tablons dès lors sur une marge opérationnelle de 9,7% vs. 9,4% soit +30pb. 3 principaux paramètres justifient cela : 1/ une amélioration des activités grand public potagères avec une réduction des pertes au sein de Flora Frey et une amélioration des performances d'Oxadis, 2/ une excellente saison potagère professionnelle, 3/ une contribution positive des grandes cultures vs. une contribution marginale pour le pro forma 2005/06 du fait du dynamisme de l'activité US et des synergies attendues d'Advanta.

Compte tenu de la révision en hausse de nos estimations de résultats (+30pb pour la marge opérationnelle avec un RO estimé à 93 M€ vs. 90,7 M€ précédemment soit +3% et un RNpdg de 52,8 M€ vs. 51,9 M€, +2%), et également d'une appréciation des comparables (agro-alimentaire et agrochimistes), nous révisons notre objectif de cours à 86€.

Prochain événement : Publication du CA annuel le 7 août (après clôture).

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.