

Cours : **59.5 EUR**

25 Septembre 2006

Objectif de cours : **64.8 EUR**

CAC 40 5 142
 DJ STOXX50 : 3 510
 Reuters : VILM.PA
 Bloomberg : RIN FP

Ratios Boursiers

	06/05	06/06e	06/07e	06/08e
PER	14.1	15.8	16.6	14.2
Rdt net (%)	3.4%	3.5%	2.8%	3.3%
FCF yield (%)	4.6%	7.9%	4.0%	5.6%
Cours/ANA	1.5	1.7	1.3	1.3
VE/CA	1.2	1.2	1.3	1.2
VE/EBITDA	6.9	6.5	7.3	6.6
VE/ROP courant	12.2	10.8	14.1	12.1

Données par action

EUR	06/05	06/06e	06/07e	06/08e
BNA (RNpg C)	3.38	3.57	3.58	4.20
Variation en %	1.1%	5.6%	0.5%	17.2%
BNA (RNpg)	3.38	4.14	3.58	4.20
Variation en %	6.8%	22.6%	-13.5%	17.2%
Div. Net	1.62	1.95	1.68	1.97
ANA	31.42	33.94	44.45	46.97

Compte de résultat

EUR	06/05	06/06e	06/07e	06/08e
CA	489.4	497.3	950.8	980.8
Variation en %	0.2%	1.6%	91.2%	3.2%
ROP courant	46.5	56.0	88.0	100.2
Variation en %	-8.3%	20.4%	57.2%	13.9%
ROP (EBIT)	43.7	56.0	88.0	100.2
RNpg publié	32.3	39.6	48.0	56.2
RNpg corrigé	32.3	34.1	48.0	56.2

Données financières

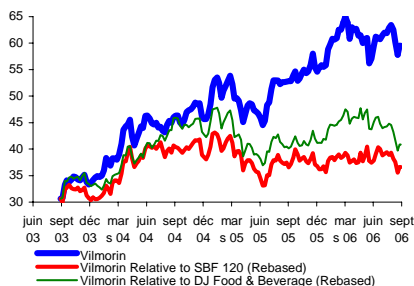
% et M EUR	06/05	06/06e	06/07e	06/08e
ROCE avant IS	10.2%	12.6%	10.9%	8.4%
ROCE après IS	7.5%	8.4%	7.4%	5.7%
ROE	11.2%	10.9%	10.4%	9.2%
FCF	21.1	42.7	31.7	44.3
Dettes nette	79.2	33.7	387.9	366.1
Gearing	23.2%	9.1%	52.3%	47.0%
Dettes nette/ebitda	1.0	0.4	2.3	2.0
EBITDA/Frais fi	ns	34.1	13.1	15.1

Performance

	1 mois	3 mois	12 mois
Perf absolue	-8.3%	4.4%	12.6%
Perf. Rel. Indice	0.91	0.98	0.97
Perf. Rel. DJ	0.89	0.93	1.00

Informations Boursières

Capitalisation	797
VE	1 216
Nb.de titres (M)	13.4
Volume moyen	227
Groupe	78.6%
Flottant	21.4%
Auto-contrôle	0.1%



Vilmorin

Alimentation - France

Recommandation :

Accumuler (2)

4^{ème} acteur mondial - Objectif, la 3^{ème} marche du podium

L'opération d'apport d'actifs de semences de grandes cultures confère au groupe une nouvelle dimension avec de nouveaux relais de croissance

Activités et marchés

Déjà leader sur le marché des semences potagères, cette opération d'apport d'actifs permettra au groupe de rapidement doubler de taille (**objectif de 1 Md€ d'ici 2 ou 3 ans**) et de devenir un acteur incontournable. Leader mondial pour les semences potagères professionnelles et grand public, n°2 mondial sur le marché des potagères professionnelles, **le groupe est dès lors n°4 mondial toutes semences confondues (grandes cultures et potagères)**. Vilmorin devient ainsi l'un des leaders en Europe et le n°4 en Amérique du Nord. De 100% potagères (dont 60% professionnel et 40% Grand Public), la nouvelle configuration évoluera vers une répartition qui demeurera équilibrée avec 55% du CA réalisés dans les potagères et 45% dans les Grandes Cultures.

Stratégie et perspectives

Cette opération permet à Vilmorin de véritablement changer de dimension en accédant à un marché cible de **20 Md\$ vs. 3,7 Md\$** pour le seul marché des potagères. Le marché demeure par ailleurs fortement atomisé (les 10 premiers acteurs occupent environ 58% du marché mondial) avec des sociétés non pure players, d'autres à structure essentiellement familiale dont la vocation est de subir un changement d'actionariat. Par ailleurs, le critère déterminant – à savoir **la R&D** qui constitue l'un des facteurs de réussite des sociétés semencières en établissant d'importantes barrières à l'entrée – sera renforcé par l'apport des actifs de grandes cultures avec un triplement des budgets. De plus, les alliances et partenariats (KWS aux USA, Keygene dans les potagères, Biogemma pour les grandes cultures...) renforceront les synergies et, **à terme, la qualité du patrimoine génétique** (cf. Etude du 5 juillet 2006).

Faits récents et prévisions

Parmi les principaux faits marquants récents (hormis la publication du CA annuel en ligne et traduisant toujours un fort dynamisme pour le segment professionnel, +8% pour le T4, et un rattrapage pour le grand public, +4,2% pour le T4 vs. un repli de 7,1% pour les 9 premiers mois), nous noterons 1/ la prise de contrôle de la filiale israélienne **Hazera** (juillet 2006) à hauteur de 90%, 2/ l'annonce d'une alliance pertinente avec **une société indienne de biotechnologie** et 3/ un réaménagement de portefeuille avec la société semencière danoise **DLF**, Vilmorin se désengageant, entre autres, d'actifs non stratégiques (activités fourragères et semences de gazon). En contrepartie, le groupe prend le contrôle des activités de recherche, production et de commercialisation de céréales d'Innoseed, filiale de DLF.

Ces opérations s'inscrivent dans la foulée de l'apport d'actifs alors que le management avait annoncé sa volonté de renforcer sa présence sur les segments à plus forte valeur ajoutée avec un axe prioritaire sur la R&D. Ces récentes opérations devraient avoir un impact relatif (nous l'avions estimé à **+3%** pour Hazera, réintégration de 2 M€ de minoritaires et environ **+2%** pour les opérations avec DLF avec un impact net d'environ +1 M€ sur le RO + économies de frais financiers) compensant pour partie l'effet dilutif (**-13%** sur les BPA 2006/07) lié à l'apport d'actifs des grandes cultures.

Prochain événement : Publication des résultats annuels, le 11 octobre 2006

Jean-François Granjon

+33 (0)4.72.68.27.05

jfgranjon@oddo.fr

Vilmorin

Données par action	06/01	06/02	06/03	06/04	06/05	06/06e	06/07e	06/08e
BNA dilué et élém. non récurrents (RNpg C)	2.00	2.11	2.89	3.34	3.38	3.57	3.58	4.20
Variation	-20.2%	5.6%	36.7%	15.7%	1.1%	5.6%	0.5%	17.2%
BNA dilué (RNpg)	1.84	2.09	2.43	3.16	3.38	4.14	3.58	4.20
Variation	-27.8%	13.4%	16.0%	30.3%	6.8%	22.6%	-13.5%	17.2%
Dividende net	1.05	1.08	1.27	1.53	1.62	1.95	1.68	1.97
CAF/action	1.62	2.76	3.19	3.97	7.49	8.24	9.83	10.82
Actif net/action	27.85	27.58	27.98	29.09	31.42	33.94	44.45	46.97
Nombre d'actions existantes (M)	9.567	9.567	9.567	9.567	9.567	9.567	13.392	13.392
Nombre d'actions dilué (M)	9.567	9.567	9.567	9.567	9.567	9.567	13.392	13.392

Compte de résultat (M EUR)	06/01	06/02	06/03	06/04	06/05	06/06e	06/07e	06/08e
Chiffre d'affaires	418.0	430.1	429.8	488.3	489.4	497.3	950.8	980.8
Variation	12.3%	2.9%	-0.1%	13.6%	0.2%	1.6%	91.2%	3.2%
EBITDA	32.3	45.9	51.8	56.4	81.5	93.7	168.6	185.4
EBITDA/CA	7.7%	10.7%	12.1%	11.6%	16.7%	18.8%	17.7%	18.9%
ROP courant	35.9	40.9	46.3	50.7	46.5	56.0	88.0	100.2
Variation	-10.0%	13.8%	13.2%	9.6%	-8.3%	20.4%	57.2%	13.9%
ROP courant / CA	8.6%	9.5%	10.8%	10.4%	9.5%	11.3%	9.3%	10.2%
ROP (EBIT)	35.5	40.6	45.8	49.0	43.7	56.0	88.0	100.2
ROP (EBIT) / CA	8.5%	9.4%	10.7%	10.0%	8.9%	11.3%	9.3%	10.2%
Résultat financier	-6.6	-8.7	-5.3	-2.7	2.0	-2.7	-12.9	-12.3
Résultat courant avant impôt	28.9	31.9	40.5	46.3	45.7	53.2	75.1	87.9
Variation	-13.0%	10.3%	27.0%	14.4%	-1.4%	16.5%	41.1%	17.1%
Impôt société	-9.1	-10.9	-12.1	-15.8	-11.8	-17.6	-24.0	-28.1
Mises en équivalence	-0.1	0.1	-0.1	1.1	0.9	0.9	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	-1.0	-1.2	-1.2	-1.4	-2.5	-2.5	-3.1	-3.6
RNpg	17.6	20.0	23.2	30.2	32.3	39.6	48.0	56.2
RNpg Corrigé	19.1	20.2	27.6	31.9	32.3	34.1	48.0	56.2
Variation	-14.3%	5.6%	36.7%	15.7%	1.1%	5.6%	40.6%	17.2%

Tableau de financement (M EUR)	06/01	06/02	06/03	06/04	06/05	06/06e	06/07e	06/08e
Total flux d'exploitation	-27	65	12	32	54	76	127	139
dont variation du BFR	-42	38	-18	-6	-18	-3	-5	-6
Capex	-11	-9	-16	-8	-33	-33	-95	-95
Cash flow libre (FCF)	-37	55	-4	25	21	43	32	44
Invest. en titres (net)	-11	-4	0	-26	-4	17	-12	0
Total flux d'investissements	-22	-13	-16	-33	-37	-16	-107	-95
Dividendes (yc mino)	-12	-10	-10	-12	-15	-15	-19	-23
Nouveaux fonds propres	18	0	0	0	0	0	241	0
Total flux de financement	6	-10	-10	-12	-15	-15	223	-23
Autres Flux	24.9	-3.0	7.3	24.8	-12.9	1.3	-596.5	0.1
Var.de la trésorerie (dette) nette	-18	39	-7	11	-11	46	-354	22

Bilan (M EUR)	06/01	06/02	06/03	06/04	06/05	06/06e	06/07e	06/08e
Incorporels	92	91	91	117	173	173	654	654
Immobilisations Corporelles	100	55	55	67	84	62	137	147
Immobilisations financières	0	42	40	20	24	24	54	54
BFR	217	179	197	203	173	176	336	342
Total actif	410	367	384	408	453	435	1 182	1 197
Capitaux propres groupe	266	264	268	278	301	325	595	629
Capitaux propres minoritaires	21	19	19	38	41	44	146	149
Provisions	10	11	17	23	33	33	53	53
Endettement financier net	112	73	80	69	79	34	388	366
Total passif	410	367	384	408	453	434	1 183	1 198

Ratios	06/01	06/02	06/03	06/04	06/05	06/06e	06/07e	06/08e
FCF yield	-15.4%	23.7%	-1.5%	7.2%	4.6%	7.9%	4.0%	5.6%
ROCE (avant IS)	9.4%	10.5%	12.3%	12.8%	10.2%	12.6%	10.9%	8.4%
ROCE (après IS)	6.5%	7.0%	8.7%	8.6%	7.5%	8.4%	7.4%	5.7%
ROE	7.6%	7.6%	10.4%	11.7%	11.2%	10.9%	10.4%	9.2%
Dettes nette/ebitda	3.5	1.6	1.5	1.2	1.0	0.4	2.3	2.0
EBITDA sur Frais fi	4.9	5.3	9.8	20.9	ns	34.1	13.1	15.1

Avertissement : nous attirons l'attention du lecteur sur le fait que Oddo Midcap 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.