

Vilmorin

Alimentation
France

Cours : 64.3 EUR

12 Décembre 2006

Recommandation: Accumuler (2)

Objectif de cours : 68.0 EUR

Reuters : VILM.PA

Bloomberg : RIN FP

Plus haut 12 mois: 65.6

Plus bas 12 mois: 54.5

Ratios Boursiers

	06/06	06/07e	06/08e	06/09e
PER	14.1	17.2	14.8	13.2
Rdt net (%)	2.9%	2.7%	3.2%	3.6%
FCF yield (%)	8.8%	4.1%	5.5%	6.8%
Cours/ANA	1.7	1.5	1.4	1.3
VE/CA	1.3	1.4	1.3	1.3
VE/EBITDA	7.0	8.0	7.2	6.5
VE/ROP courant	12.0	15.2	13.2	11.8

Données par action

EUR	06/06	06/07e	06/08e	06/09e
BNA (RNpg C)	4.00	3.74	4.36	4.87
Variation en %	18.6%	-6.7%	16.7%	11.7%
BNA (RNpg)	4.58	3.74	4.36	4.87
Variation en %	35.6%	-18.4%	16.7%	11.7%
Div. Net	1.62	1.76	2.05	2.29
ANA	33.74	44.23	46.83	49.65

Compte de résultat

EUR	06/06	06/07e	06/08e	06/09e
CA	497.3	950.8	980.8	1 014
Variation en %	1.6%	91.2%	3.2%	3.4%
ROP courant	53.4	88.0	100.1	109.4
Variation en %	14.8%	64.9%	13.7%	9.2%
ROP (EBIT)	52.5	86.3	98.6	107.9
RNpg publié	43.8	50.0	58.4	65.2
RNpg corrigé	38.3	50.0	58.4	65.2

Données financières

% et M EUR	06/06	06/07e	06/08e	06/09e
ROCE avant IS	11.4%	10.2%	8.0%	8.6%
ROCE après IS	9.9%	7.5%	5.9%	6.4%
ROE	12.3%	10.9%	9.6%	10.1%
FCF	47.4	35.0	47.5	58.3
Dette nette	69.3	426.3	406.0	377.5
Gearing	18.7%	57.2%	51.8%	45.7%
Dette nette/ebitda	0.8	2.5	2.2	1.9
EBITDA/Frais fi	24.6	12.3	13.7	15.5

Performance

	1 mois	3 mois	12 mois
Perf absolue	3.7%	8.1%	14.3%
Perf. Rel. Indice	1.04	1.02	0.98
Perf. Rel. DJ	1.05	1.04	1.01

Informations Boursières

Capitalisation	861
VE	1 291
Nb. de titres (M)	13.4
Volume moyen	224
Groupe	71.3%
Flottant	28.7%
Auto-contrôle	0.1%

Jean-François Granjon

+33 (0)4.72.68.27.05

jfganjon@oddo.fr

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.

Assemblée Générale : Confiance dans la croissance

Au cours de l'AG, le management a évoqué, outre les résultats de l'exercice passé, le nouveau périmètre et les motivations liées à l'intégration des activités de Grandes Cultures. Pour notre part, nous retenons : 1/ la présence d'un groupe renforcé en termes de parts de marché, 2/ des axes stratégiques qui visent la R&D et l'International (dont l'Asie), et 3/ des facteurs positifs liés aux prix des céréales et à la montée en puissance des biocarburants.

Les faits : AG

Au cours de l'AG, le management a effectué une analyse synthétique et précise de ses activités par division. Il en ressort qu'il a sensiblement renforcé ses parts de marché au cours des derniers exercices dans les Potagères et les Grandes Cultures.

En ce qui concerne la division Potagères « Professionnelles » (39% du CA consolidé 2007 estimé), le groupe est n°2 mondial avec des positions fortes renforcées avec la prise de contrôle récente à 100% de la filiale israélienne Hazera. Ainsi, le groupe est leader mondial pour les semences de tomates. De plus, avec le rapprochement des filiales Mikado et Kyowa, le groupe occupe la 4^{ème} place au Japon. Dans le domaine des potagères « Grand Public » (15% du CA estimé), Vilmorin est résolument le leader européen au sein des principaux pays (France, Royaume-Uni, Allemagne) avec un redressement finalisé pour Flora Frey en 2007/08. L'apport des Grandes Cultures lui permet d'occuper également d'importantes parts de marché. En Europe (36% du CA estimé), n°1 pour le blé et n°2 pour le maïs, le groupe a renforcé ses parts de marché pour le blé avec actuellement plus de 30% de parts de marché (intégration des activités d'Innoseeds, filiale du Danois DLF). Enfin, aux USA (9,5% du CA estimé), malgré une part de marché limitée à 6% actuellement (vs. 3% 5 ans auparavant), le groupe occupe la 4^{ème} place pour les semences de maïs derrière Dupont-Pioneer, Monsanto et Syngenta.

Commentaires : des axes prioritaires

Le groupe retient plusieurs axes stratégiques de croissance assurant la croissance future :

- La R&D restera bien évidemment privilégiée avec un budget de 90 M€ soit 10% du CA et 140 M€ si l'on tient compte des programmes financés en partenariat (Keygene, Biogemma...). La R&D permet ainsi la mise au point de nouvelles espèces variétales, une meilleure maîtrise des biotechnologies pour assurer le développement des plantes conventionnelles mais aussi des plantes génétiquement modifiées. Avec un taux d'obtention de 84% (en croissance de 0,5 point) pour les potagères professionnelles, le groupe s'assure une rentabilité confortable (marge op. > 15%). Par ailleurs, l'axe prioritaire des OGM (essentiellement aux USA et en Asie) favorisera une meilleure adéquation de l'offre face à une forte demande des agriculteurs de plantes résistantes. Alors que le groupe réalise 75% de son CA Grandes Cultures aux USA dans les semences de maïs, 50% sont issus d'OGM. Ce taux devrait rapidement passer à 70%.
- Le développement à l'international est le leitmotiv avec une volonté de s'implanter en Asie. Le groupe est déjà présent au Japon, en Inde avec un récent accord avec un laboratoire (Avesthagen) qui présente à son tour de table des acteurs comme bioMérieux, Novartis, Danone... La Chine constitue un axe prioritaire et la recherche de partenariats est active malgré un environnement peu perméable. L'objectif du management est de finaliser une opération le plus rapidement possible permettant ainsi à Vilmorin de s'implanter entre autres sur le marché du riz qui deviendrait ainsi une espèce stratégique au même titre que les céréales à paille, le maïs ou les oléagineux.

A plus court terme, nous avons retenu plusieurs éléments positifs dont 1/ une orientation favorable des prix des céréales et 2/ des relais de croissance diversifiés avec les biocarburants. Les prix des céréales renouent depuis plusieurs mois avec de fortes hausses (+50%) compte tenu d'une demande soutenue et des stocks à leurs niveaux les plus bas. Cela résulte également de la prise en compte de nouveaux débouchés avec entre autres les biocarburants qui constitueront un important levier sur la demande.

Notons qu'aux USA, les agriculteurs investissent massivement dans de nouvelles installations de production de bioéthanol, tirant ainsi le marché avec une croissance d'activité du groupe, aux USA, probablement supérieure à +5%. Le Brésil, lui, assure actuellement 50% de ses besoins de carburant à partir du bioéthanol (issu de la canne à sucre).

Opinion Accumuler (2) maintenue - TP confirmé à 68€

Nous sommes particulièrement confiants sur les perspectives de croissance du groupe alors que 2006/07 sera l'exercice d'intégration des activités de Grandes Cultures. Le news-flow à court terme sera peu pertinent puisque la saisonnalité de l'activité n'est plus à démontrer (cf. publication du CA T1 et notre Morning Midcap du 14 novembre 2006) et sera accentuée par l'intégration des grandes cultures (environ 25% du CA Europe au S1 et moins de 10% pour le CA USA à comparer à 36/37% pour les potagères).

Le 3^{ème} trimestre (janvier/mars) sera ainsi déterminant, tant pour les grandes cultures que pour les potagères. Dans l'intervalle, nous maintenons nos estimations globalement en ligne avec les guidances de la société, à savoir un objectif de CA 2006/07 de 950 M€ soit un quasi-doublement, un RO de 86,3 M€ en progression de 64%, soit une marge opérationnelle de 9% à comparer à 10,6% et un RNpdg de 50 M€ vs. 43,8 M€ (+14%).

Notons que la sensibilité du groupe au dollar est limitée. Il s'agit pour l'essentiel d'un risque de conversion et peu de transaction. Avec Harris Moran et AgReliant (activités US Grandes Cultures), le groupe réalise 16 à 17% de son CA libellé en dollars. La contribution au RO est limitée à moins de 10%. Aussi, une variation de 10% de la parité €/€\$ a un impact de moins de 1% sur le RO.

Prochain événement : Mise en distribution du dividende (1,62€) le 20 décembre 2006 – Participation à notre Midcap Event les 11 et 12 janvier 2007 – Publication du CA T2 le 8 février 2007 (avant ouverture).