

Vilmorin

Alimentation
France

Cours : 62.1 EUR

13 Novembre 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: 54.3

Ratios Boursiers

| | 06/06 | 06/07e | 06/08e | 06/09e |
|----------------|-------|--------|--------|--------|
| PER | 14.1 | 16.6 | 14.1 | 12.7 |
| Rdt net (%) | 3.8% | 2.8% | 3.3% | 3.7% |
| FCF yield (%) | 9.4% | 4.1% | 5.7% | 6.9% |
| Cours/ANA | 1.6 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| VE/CA | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.2 |
| VE/EBITDA | 6.6 | 7.5 | 6.7 | 6.1 |
| VE/ROP courant | 11.2 | 14.4 | 12.4 | 11.1 |

Données par action

| EUR | 06/06 | 06/07e | 06/08e | 06/09e |
|----------------|-------|--------|--------|--------|
| BNA (RNpg C) | 4.00 | 3.74 | 4.40 | 4.88 |
| Variation en % | 18.4% | -6.4% | 17.5% | 11.0% |
| BNA (RNpg) | 4.57 | 3.74 | 4.40 | 4.88 |
| Variation en % | 35.5% | -18.2% | 17.5% | 11.0% |
| Div. Net | 2.15 | 1.76 | 2.07 | 2.29 |
| ANA | 34.38 | 44.78 | 47.41 | 50.23 |

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 | 54.3 | 88.0 | 100.2 | 109.1 |
| Variation en % | 16.7% | 62.2% | 13.9% | 8.9% |
| ROP (EBIT) | 52.5 | 88.0 | 100.2 | 109.1 |
| RNpg publié | 43.8 | 50.1 | 58.9 | 65.3 |
| RNpg corrigé | 38.3 | 50.1 | 58.9 | 65.3 |

Données financières

| % et M EUR | 06/06 | 06/07e | 06/08e | 06/09e |
|--------------------|-------|--------|--------|--------|
| ROCE avant IS | 11.8% | 10.9% | 8.4% | 9.1% |
| ROCE après IS | 10.2% | 7.7% | 6.0% | 6.4% |
| ROE | 12.2% | 10.8% | 9.5% | 10.0% |
| FCF | 50.9 | 34.1 | 47.2 | 57.7 |
| Dette nette | 35.4 | 380.6 | 357.3 | 328.4 |
| Gearing | 9.5% | 50.8% | 45.4% | 39.6% |
| Dette nette/ebitda | 0.4 | 2.3 | 1.9 | 1.7 |
| EBITDA/Frais fi | 24.9 | 13.3 | 15.4 | 17.7 |

Performance

| | 1 mois | 3 mois | 12 mois |
|-------------------|--------|--------|---------|
| Perf absolue | 0.7% | 0.3% | 14.3% |
| Perf. Rel. Indice | 0.98 | 0.91 | 0.94 |
| Perf. Rel. DJ | 0.98 | 0.92 | 1.00 |

Informations Boursières

| | |
|-------------------|-------|
| Capitalisation | 832 |
| VE | 1 213 |
| Nb. de titres (M) | 13.4 |
| Volume moyen | 314 |
| Groupe | 78.6% |
| Flottant | 21.4% |
| 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 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.

Première publication nouveau périmètre

Vilmorin publie un CA T1 de 130,3 M€ en progression de 33,8% (-0,9% en pro forma). Le groupe intègre la contribution des activités de Grandes Cultures qui subissent une forte saisonnalité d'où un trimestre peu représentatif (moins de 15% du CA annuel). Opinion Accumuler (2) maintenue.

Les faits : Publication du CA T1

Vilmorin publie un CA T1 de 130,3 M€ en progression faciale de +33,8% et en léger retrait de 0,9% pro forma. Rappelons que le groupe publie pour la 1^{ère} fois avec un périmètre élargi aux activités de Grandes Cultures (apport des actifs de Limagrain) générant pour le trimestre un CA additionnel de 32,7 M€.

Ce CA trimestriel est inférieur à nos attentes (151,8 M€) du fait d'une appréciation difficile de la contribution des activités de Grandes Cultures soumises à une très forte saisonnalité, supérieure aux activités potagères. Ces dernières affichent un CA trimestriel (97,6 M€) proche de nos attentes (101,8 M€) avec un pôle professionnel toujours en croissance (+3,4%) et un segment Grand public qui subit toujours des effets de recentrage.

CA T1

| (M€) | Publiés | Estimations Oddo Midcap | Période Précédente pro forma | Variation pro forma | Variation péri et ch id |
|-------------------------|--------------|-------------------------|------------------------------|---------------------|-------------------------|
| CA | 130,3 | 151,8 | 131,5 | -0,9% | |
| Potagères | 97,6 | 101,8 | 97,3 | +0,4% | -1,8% |
| Dt Gd public | 25,0 | 26,7 | 27,2 | -7,5% | |
| Dt Professionnel | 72,6 | 75,1 | 70,2 | +3,4% | |
| Grandes cultures | 32,7 | 50,0 | 34,2 | -4,4% | +0,7% |

SOURCE : SOCIETE - ESTIMATIONS ODDO MIDCAP * NON INTEGRE DANS LE PERIMETRE 2005/06

Commentaires : Un CA trimestriel toujours peu représentatif

Nous retiendrons les éléments suivants :

- L'analyse de ce CA trimestriel reste aléatoire du fait d'une part de l'élargissement du périmètre et d'autre part de la saisonnalité propre aux activités de semences potagères et surtout de Grandes Cultures.
- En ce qui concerne la Division Potagères, le CA trimestriel progresse de +0,4% et s'inscrit en léger retrait de 1,8% à périmètre et change constant. Le CA du pôle professionnel progresse de +3,4% et a néanmoins subi un décalage de livraisons sur le 2^{ème} trimestre ainsi que d'un décalage plus marqué sur le marché mexicain, qui sera pour partie récupéré au cours du 2^{ème} semestre. Retraitée de ces décalages ponctuels, la croissance trimestrielle aurait été voisine des objectifs annuels de +5%. Le pôle Grand Public (CA trimestriel proche de nos objectifs) a pour sa part subi un recentrage de l'activité bulbes entre autre au sein de la division allemande Flora Frey.
- L'analyse du CA Grandes Cultures est plus difficile du fait du manque d'antériorité. Globalement le CA est en légère progression de +0,7% à périmètre et change constant (le retrait facial de 4,4% résulte du désengagement des activités de distribution en fourragère et gazons de LVH). Ce CA est surtout le reflet d'une activité en Europe alors que le CA nord-américain est marginal. Par ailleurs, ce CA est le reflet essentiellement de campagnes commerciales propres aux graminées et au colza avec une stabilité en Europe de l'Ouest et un fort développement en Europe de l'Est.
- Notons que la saisonnalité est particulièrement marquée pour les activités de Grandes Cultures. En effet, le seul T1 représente environ 8% du CA annuel (environ 10% pour le CA réalisé en Europe) à comparer à environ 18/19% pour le CA Potagères. Il en sera de même pour le 2^{ème} trimestre. Aussi, pour l'ensemble du 1^{er} semestre, le CA Grandes Cultures devrait représenter moins de 25% des objectifs annuels en Europe et moins de 10% pour l'Amérique du Nord à comparer à 1/3 pour les potagères. Les grandes campagnes céréalières justifieront un important T3.

- Le mois d'octobre se présente sous de bons auspices avec une activité professionnelle de bon niveau et des tendances de marché favorablement orientées pour les Grandes Cultures. Les campagnes céréalières et l'état des carnets de commandes pour les USA permettent d'être confiant tant sur les volumes que sur les orientations tarifaires.

Opinion Accumuler (2) maintenue

Le management confirme ses objectifs annuels. Alors que le CA consolidé du 1^{er} trimestre devrait représenter moins de 15% du CA annuel, nous confirmons notre objectif de CA annuel de 950 M€ (guidances précédentes du management comprises entre 950 et 970 M€, cf. Midcap Daily Briefing du 13 octobre 2006).

Le groupe communique également sur le projet de rachat du solde du flottant de la société israélienne Hazera soit 10% du capital alors que Vilmorin avait récemment procédé au rachat de 35% du capital soit un total de 90% (cf. Midcap Daily Briefing du 20 juillet 2006). Cette opération favorisera la pleine intégration des résultats de cette filiale (réduction du poids des minoritaires) avec un impact relatif dès l'exercice en cours (supérieur à +3% au global). Ce rachat s'effectuera sur la base d'une valorisation globale de 80 M€ alors que Hazera a affiché un CA supérieur à 50 M€ avec une marge nette de 12% !

Nous maintenons notre opinion Accumuler (2) inchangée avec un objectif de cours similaire à 68€.

Prochain événement : AG le 12 décembre 2006 – Présent à notre Midcap Event les 11 et 12 janvier 2007 - Publication du CA T2 le 12 février 2007 (après clôture).