

Jean-François Granjon
 +33 (0)4 72 68 27 05
 jfgranjon@oddo.fr

Vilmorin

Alimentation France

Résultats semestriels

Recommandation Achat (1)
Cours (25/02/2009) 84.50 EUR
Objectif de cours 100.00 EUR



Reuters : VILM.PA
 Bloomberg : RIN FP
 Plus haut 12 mois : 131.48
 Plus bas 12 mois : 68.40

Ratios Boursiers

	06/08	06/09e	06/10e	06/11e
PER	23,2	17,3	16,1	14,7
Rdt net (%)	1,6%	2,0%	2,2%	2,4%
FCF yield (%)	3,0%	3,3%	4,7%	5,9%
Cours/ANA	2,3	1,7	1,6	1,5
VE/CA	2,0	1,6	1,5	1,4
VE/EBITDA	8,8	7,0	6,5	5,9
VE/ROP courant	14,9	12,6	11,7	10,7

Données par action

EUR	06/08	06/09e	06/10e	06/11e
BNA (RNpg C)	4.54	4.88	5.25	5.75
Variation en %	10.9%	7.4%	7.7%	9.5%
BNA (RNpg)	3.31	4.90	5.30	5.83
Variation en %	-19.2%	48.0%	8.2%	10.1%
Div. Net	1.66	1.71	1.86	2.04
ANA	45.95	49.18	52.77	56.75

Compte de résultat

EUR	06/08	06/09e	06/10e	06/11e
CA	896,9	950,6	988,1	1 028
Variation en %	-4,4%	6,0%	3,9%	4,0%
ROP courant	118,8	118,0	124,8	132,7
Variation en %	47,5%	-0,7%	5,8%	6,4%
ROP (EBIT)	115,2	118,0	124,8	132,7
RNpg publié	44,3	65,6	71,0	78,1
RNpg corrigé	60,8	65,6	71,0	78,1

Données financières

% et M EUR	06/08	06/09e	06/10e	06/11e
ROCE avant IS	10.5%	10.5%	10.8%	11.3%
ROCE après IS	8.1%	8.0%	8.1%	8.4%
ROE	9.9%	10.3%	10.4%	10.7%
FCF	42,4	37,1	53,4	66,7
Dettes nette	323	317	286	244
Gearing	43.7%	40.1%	33.9%	27.1%
Dettes nette/ebitda	1,6	1,5	1,3	1,0
EBITDA/Frais fi	6,7	8,9	10,3	11,8

Performance

	1 mois	3 mois	12 mois
Perf absolue	5,6%	14,0%	-23,2%
Perf. Rel. Indice	1,12	1,32	1,45
Perf. Rel. DJ	1,12	1,24	1,23

Informations Boursières

Capitalisation	1 132
VE	1 460
Nb.de titres (M)	13,4
Groupe	70,0%
Flottant	30,0%

Confirmation des objectifs annuels – Réintégration d'Oxadis

Vilmorin publie des résultats semestriels en ligne avec nos attentes en dépit de la réintégration des activités d'Oxadis, puisque le processus de cession est pour l'instant stoppé. Le groupe affiche une perte d'exploitation de 20M€ vs 11,6M€ pour le pro forma, conforme à nos attentes. Ces résultats sont le reflet d'une saisonnalité marquée (30% du CA au S1) alors que le groupe accroît ses efforts de R&D. Ce semestre est marqué par l'arrêt du processus de vente d'Oxadis et la confirmation des guidances pour l'ensemble de l'exercice. Rating Achat inchangé.

Des résultats semestriels en ligne

Alors que le groupe a récemment publié son CA semestriel à 284,9M€ en progression de 1,8% et de 2% à données comparables (299,5M€ après réintégration des activités d'Oxadis), Vilmorin publie ce jour ses résultats semestriels avec une perte opérationnelle de 20,2M€ à comparer à -9,8M€ pour le semestre de référence (-11,6 M€ pro forma). Rappelons que le groupe publie régulièrement des pertes semestrielles du fait de la saisonnalité de son activité (30% du CA annuel au S1). La perte nette part de groupe ressort à -27,4M€ à comparer à -27,6M€ pour le semestre de référence (-27,4M€ pro forma) et -27,6M€ pour nos estimations.

RESULTATS SEMESTRIELS

(M€)	Publiés	Estim. Ododo Midcap	Période Préc.	Pro forma	Publiés /Période préc.
CA	299,5		279,9	311,3	-3,8%
RO	-20,2	-19,6	-9,8	-11,6	Ns
Rés des activités poursuivies	-28,1	-30,6	-22,8	-24,1	ns
Rés des activités abandonnées	-1,1	-	-7,6	-6,3	ns
RNpg	-27,4	-27,6	-27,6	-27,4	ns

SOURCE : VILMORIN – ESTIMATIONS ODDO MIDCAP

Confirmation des objectifs annuels

Préalablement à la réunion de ce jour, nous retiendrons les quelques éléments suivants :

- Notons tout d'abord que **l'abandon ponctuel du processus de cession d'Oxadis se traduit par une réintégration dans les activités poursuivies** (impact de +17,5M€ sur le CA semestriel). Le CA semestriel a surtout traduit 1/ une excellente performance pour l'activité Potagère avec une hausse de 6,4% (+4% à données comparables) portée par une croissance soutenue (à 2 chiffres) des principales filiales (Vilmorin, Clause/Harris Moran...) et 2/ un bon début de campagne pour les Grandes Cultures en dépit d'un décalage constaté pour les semences de maïs en Europe. Le groupe a, entre autres, bénéficié d'une bonne campagne pour les céréales à paille (accroissement des royalties de 10%).
- En ce qui concerne les résultats, le groupe affiche **une perte opérationnelle de 20,2M€, en ligne avec nos attentes**. Ces pertes sont le reflet d'une activité saisonnière. De plus, ce semestre doit supporter le report de facturations de semences de maïs sur le T3 en Europe (manque à gagner ponctuel de 7/8M€), **ainsi qu'un accroissement des efforts de R&D (rappel +15M€ pour le budget annuel)**. Notons cependant l'amélioration de la marge commerciale à 44,6% vs 43,1% précédemment. In fine, le RNpdg est similaire à celui du semestre de référence du fait de charges financières moindres (gain sur instrument de couverture) et d'une amélioration du résultat des activités abandonnées (cession de Flora Frey).
- En ce qui concerne les perspectives, **le groupe confirme les guidances affichées précédemment** (rappel : Potagère croissance >5% et Grandes Cultures croissance >6%). En dépit d'un marché probablement en retrait en volume aux USA pour le maïs, le carnet de commandes et les réservations pour la saison de printemps permettent de confirmer ces objectifs. **Le groupe envisage une progression sensible du CA.**

Flash valeur

- Nous confirmons nos objectifs annuels avec un CA de 950M€ en ligne avec le consensus, et un résultat d'exploitation de 118M€ (115M€ pour le consensus), faisant ressortir une marge opérationnelle de 12,4%, légèrement supérieure à la guidance du groupe (12%). **En réalité, avec la réintégration d'Oxadis, le CA devrait être supérieur et avoisiner 1Md€. Le RO pourrait, pour sa part, se situer près de 120M€, soit une marge voisine de 12%** (la réintégration d'Oxadis « coûterait » environ 40pb dû à un effet mix moins favorable). Dans son communiqué, le management évoque une légère contraction de marge comparativement aux 12,8% atteints en 2007/08, corroborant l'objectif de 12%.
- Ces objectifs supposent une hausse du CA S2 de 7,8% (hors Oxadis) à comparer à +10,3% pour le semestre de référence, soit un objectif réalisable du fait de la saisonnalité ainsi que de l'effet prix attendu entre autres pour les Grandes Cultures. En ce qui concerne nos estimations de résultats, cela suppose une marge S2 de 20,7% (hors Oxadis) également réalisable au regard de la marge de référence (20,3% pour le S2 2007/08) du fait d'un effet mix et prix favorable.

Opinion Achat confirmée

Alors que le groupe présente un business model plutôt résilient au regard de l'environnement macroéconomique et également agricole qui, pour ce dernier, devient plus tendu (quid des évolutions de capex des agriculteurs dans un contexte de repli du pouvoir d'achat ?), **nous confirmons notre rating Achat** alors que **Vilmorin est l'une de rares sociétés à afficher et confirmer des guidances avec une hausse attendue pour notre part de 7,4% des EPS 2008/09.**

Prochain événement : Réunion ce jour (15h30) – Publication du CA T3 6 mai 2009 (après clôture)

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.