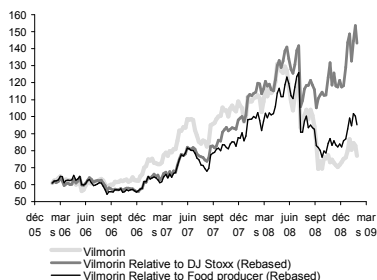


Vilmorin

Alimentation France

Feedback conference

Recommandation Achat (1)
Cours (26/02/2009) 77.00 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	15.8	14.7	13.4
Rdt net (%)	1.6%	2.2%	2.4%	2.7%
FCF yield (%)	3.0%	3.6%	5.2%	6.5%
Cours/ANA	2.3	1.6	1.5	1.4
VE/CA	2.0	1.5	1.4	1.3
VE/EBITDA	8.8	6.5	6.0	5.5
VE/ROP courant	14.9	11.8	10.9	9.9

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
Dette nette	323	317	286	244
Gearing	43.7%	40.1%	33.9%	27.1%
Dette 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	-3.8%	3.2%	-31.5%
Perf. Rel. Indice	1.03	1.17	1.28
Perf. Rel. DJ	1.07	1.10	1.11

Informations Boursières

Capitalisation	1 031
VE	1 360
Nb.de titres (M)	13.4
Groupe	70.0%
Flottant	30.0%

Feedback réunion – Guidances confirmées

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

Le point d'étape avec la publication des résultats semestriels du groupe a permis de confirmer les bonnes tendances des marchés en dépit d'un contexte agricole plus tendu. Le groupe bénéficie de son exposition sur plusieurs marchés, de parts de marché significatives et de prix toujours bien orientés. Les guidances annuelles ont été confirmées avec une confiance renouvelée entre autres quant à l'évolution des résultats du groupe (effet mix, prix...). Notre rating Achat est confirmé avec un TP inchangé.

Feedback réunion

Nous retiendrons les éléments suivants :

- En dépit d'une interprétation limitée des résultats semestriels, nous noterons tout de même une bonne performance des résultats du groupe avec i/ une amélioration de 200pb de la marge commerciale du groupe pour l'essentiel imputable à l'activité potagère, ii/ le maintien du programme de R&D avec des budgets en hausse comme prévu, iii/ une réduction des charges financières du groupe avec un endettement net stabilisé. Tout cela a été réalisé malgré un décalage de facturation pour la campagne de maïs en Europe du fait de moindres anticipations.
- Nous noterons entre autres l'excellente performance de l'activité potagère qui affiche un résultat d'exploitation de 11,6M€ vs 7,6M€ pour le semestre de référence (+52%), confirmant la forte amélioration de marge constatée l'exercice précédent (18% de la marge op).
- La réintégration d'Oxadis du fait de l'arrêt ponctuel du processus de cession « pollue » l'analyse des performances semestrielles d'autant plus que la saisonnalité de cette activité est plus marquée (moins de 30% du CA au S1), d'où des pertes opérationnelles semestrielles facialement plus marquées. Au global, la contribution sera positive pour l'ensemble de l'exercice avec une marge opérationnelle estimée à 4/5% (2/3 M€ de RO), bien qu'il y ait eu une moindre agressivité commerciale au cours des derniers mois.
- Les tendances de marché restent bien orientées. Pour les Grandes Cultures Europe, les surfaces cultivées demeurent stables avec la confirmation de hausses de prix. Seule l'activité en Europe de l'Est (20% du CA de la division) est exposée à un attentisme des agriculteurs. En réalité, ce risque se limite à l'Ukraine et la Russie qui représentent 1% du CA du groupe. Pour les activités Grandes Cultures en Amérique du Nord, la configuration est assez proche de celle de l'année précédente, avec une réduction probable des surfaces dédiées au maïs, mais avec un important effet valeur lié d'une part à la hausse des prix et d'autre part à l'effet mix/technologie (poids des semences OGM). Une croissance à 2 chiffres peut être attendue dans cette zone en dépit de la baisse des volumes. Enfin, comme déjà mentionné, l'activité potagère reste bien orientée.
- Dans ce contexte, nous confirmons nos objectifs avec un CA qui devrait avoisiner 1Md€ de CA (950M€ prévision initiale + 65M€ de contribution d'Oxadis). En ce qui concerne les résultats, nous maintenons notre estimation supérieure à celle du management avec une marge de 12,4% hors Oxadis, soit 118M€. Au vu de la performance S1, cet objectif est totalement réalisable (cela suppose une stabilisation du RO S2). Enfin, la contribution d'Oxadis permettrait d'atteindre environ 120M€ de RO, affectant facialement mais de manière limitée le marge (environ 12% après intégration).

Opinion Achat confirmée

Même si le groupe évolue dans un environnement contrasté, les principaux drivers sont toujours au rendez-vous. Nous maintenons notre objectif de croissance de 7/8% des EPS 2008/09. Rating Achat confirmé.

Prochain événement : 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.