

**VILMORIN**

Alimentation

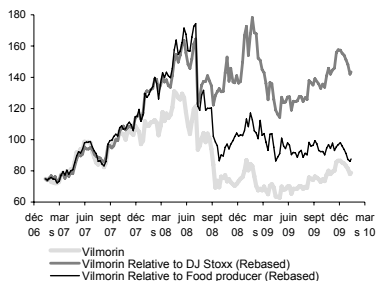
France

 Camille Damois-Gignoux  
 +33 (0)4 72 68 27 01  
 cdamoisgignoux@oddo.fr

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

**Chiffre d'affaires trimestriel**

<b>Recommandation</b>	<b>Accumuler (2)</b>
<b>Cours (09/02/2010)</b>	<b>78,84 EUR</b>
<b>Objectif de cours</b>	<b>90,00 EUR</b>



Reuters :	VILM.PA
Bloomberg :	RIN FP
Plus haut 12 mois:	88.40
Plus bas 12 mois:	59.50

**Ratios Boursiers**

	06/09	06/10	06/11e	06/12e
PER	20.3	18.0	16.4	14.7
Rdt net (%)	2.2%	2.4%	2.5%	2.6%
FCF yield (%)	1.6%	2.3%	3.9%	6.3%
Cours/ANA	1.7	1.6	1.5	1.4
VE/CA	1.5	1.4	1.3	1.2
VE/EBITDA	7.4	6.7	6.1	5.6
VE/ROP courant	14.3	12.7	11.5	10.3

**Données par action**

EUR	06/09	06/10	06/11e	06/12e
BNA (RNpg C)	4.00	4.38	4.82	5.37
Variation en %	-11.9%	9.4%	10.0%	11.5%
BNA (RNpg)	3.96	4.36	4.83	5.43
Variation en %	19.6%	10.2%	10.7%	12.3%
Div. Net	1.77	1.86	1.95	2.05
ANA	47.60	50.20	53.17	56.64

**Compte de résultat**

EUR	06/09	06/10	06/11e	06/12e
CA	1,002	1,055	1,100	1,154
Variation en %	11.7%	5.3%	4.3%	4.9%
ROP courant	105.1	117.0	127.6	138.1
Variation en %	-11.5%	11.3%	9.0%	8.3%
ROP (EBIT)	107.9	117.0	127.6	138.1
RNpg publié	53.0	58.4	64.7	72.7
RNpg corrigé	53.0	58.4	64.7	72.7

**Données financières**

% et M EUR	06/09	06/10	06/11e	06/12e
ROCE avant IS	9.5%	9.8%	10.3%	10.9%
ROCE après IS	7.2%	7.3%	7.7%	8.2%
ROE	8.5%	8.9%	9.3%	9.9%
FCF	17.4	24.4	41.0	66.2
Dettes nette	378	388	373	334
Gearing	50.1%	48.7%	44.1%	37.1%
Dettes nette/ebitda	1.9	1.8	1.6	1.3
EBITDA/Frais fi	7.6	8.1	8.4	9.5

**Performance**

	1 mois	3 mois	12 mois
Perf absolue	-7.7%	4.4%	-2.5%
Perf. Rel. Indice	0.87	0.88	1.49
Perf. Rel. DJ	0.95	1.01	0.75

**Informations Boursières**

Capitalisation	1,056
VE	1,467
Nb. de titres (M)	13.4
Groupe	71.5%
Flottant	28.5%

**CA T2 : un bon chiffre d'affaires en fait**

Le CA publié ressort sensiblement en dessous de nos attentes à 166 M€ vs. 184 M€ attendus. Pour autant, la forte croissance enregistrée (+11% vs. +4%e) en Semences Potagères (deux fois plus margées) et le fait que la déception en Grandes Cultures provienne d'un recul en blé de plus de 10 M€ (très peu margé) sont rassurants pour les marges. La société semble optimiste pour son résultat S1 et raisonnablement confiante pour le S2 : elle maintient sa guidance d'une progression du CA et des marges. Prévisions et Opinion Accumuler inchangées.

**CA T2 : très bon en potagères, mauvais en grandes cultures et rassurant pour les résultats du S1**

**Forte accélération de la croissance en semences potagères** qui représente 11% au T2 (contre +4% attendu) et +4,9% au T1. Cela est de bon augure pour les marges du groupe, cette activité étant deux fois plus margée (17,8%e en 2009-10) que les semences grandes cultures (Mop : 8,1%e en 2009-10). Alors que le marché est relativement difficile (surproduction en Espagne, déplacement de zones de production), cette forte croissance s'explique : d'une part, par des gains de part de marché dans le bassin méditerranéen (Maroc et Egypte notamment), aux Etats-Unis, au Mexique et en Asie, et d'autre part, par les effets des réorganisations entreprises au sein de cette activité répartie en quatre Business Unit. En effet, si, au départ, elles ont pu parfois donner lieu à un certain flottement (ex : Nickerson Zwaan et Hazera), ces réorganisations portent aujourd'hui leurs fruits en termes de cohérence de gamme, d'optimisation de la logistique ou de meilleure approche des marchés.

**Une première lecture décevante en Grandes Cultures mais sans impact significatif sur les marges.** Après, un T1 très fort (+25,7% à ptcc) en partie dû à une campagne précoce en blé (impact 3-4 M€), le T2 affiche un net recul à -19,32% à ptcc et, au total, le S1 baisse de 4,1% à ptcc. La campagne d'automne a en effet été très contrastée avec, en Europe, une croissance à deux chiffres en colza (gain de part de marché et redéploiement dans les pays de l'Est) mais un recul très prononcé en blé du fait du recours aux semences de ferme, entraînant un recul du CA de plus de 10 M€. La société a néanmoins précisé que cette activité était très peu margée compte tenu de coûts de production élevés et que ce recul n'aurait pas « d'impact significatif sur les marges ». Enfin la facturation des royalties a représenté 21 M€ contre 23 M€, en recul essentiellement en raison de la baisse de la livre sterling.

**CA T2 ET CA S1**

(M€)	Publiés	Estimations Odco Midcap	Période Préc.	Publiés / Pér. préc. à ptcc
<b>CA T2</b>	<b>165,9</b>	<b>183,7</b>	<b>176,4</b>	<b>-4,1%</b>
- potagères	89,8	87,05	83,3	+11%
- grandes cultures	66,5	86,4	83,1	-19,3%
- produits de jardin	9,1	10	9,8	-2%
- holding	0,4	0,2	0,2	Ns
<b>CA S1</b>	<b>314,2</b>	<b>332</b>	<b>305,8</b>	<b>+2,5%</b>
- potagères	173,8	171,0	161,2	+8%
- grandes cultures	116,1	136,0	120,3	-4,7%
- produits de jardin	23,7	24,5	23,9	+2,4%
- holding	0,6	0,4	0,4	+15,5%

SOURCE : VILMORIN- ESTIMATIONS ODDO MIDCAP

**Des guidances réaffirmées**

**La société a maintenu les guidances fournies** en octobre dernier et confirme toujours les **perspectives d'amélioration de la marge** en raison d'un effet mix au sein des divisions elles-mêmes, et du fait de la très bonne tenue des semences potagères.

**Tendance pour le T3 : la tendance reste favorable en Potagères** ; même si le rythme du S1 (+8% à ptcc) ne doit sans doute pas être maintenu. Dans les grandes cultures, la société précise que **les campagnes s'annoncent conformes à ses attentes.**

La contraction des surfaces de maïs en Europe concerne le maïs grain ; sur le maïs ensilage (marché de Vilmorin), on prévoit une stabilité (prix stable également). Par ailleurs, le groupe gagne des parts de marché dans le tournesol en Europe. En Amérique du nord, l'activité au S1 s'est élevée à 9 M€ en forte croissance mais sur des chiffres peu significatifs ; le groupe enregistre une bonne progression du carnet de commande en maïs avec la poursuite d'un effet prix positif ; le carnet de commandes en soja (moins important pour Vilmorin) est stable. Au total, les premiers indicateurs semblent par conséquent rassurants même si la saison ne fait que débuter.

**Bon résultat à prévoir au S1** : la société a mentionné une contribution du S1 à la Mop. « bonne voire très bonne » avec un effet favorable du mix et une « optimisation de la gestion financière » qui devrait se traduire par une baisse des frais financiers.

**Signature d'un accord de partenariat dans le blé.** Dans la continuité des deux précédents accords avec AGT (Australie) et Arcadia (Californie, technologie sur l'optimisation de l'utilisation de l'azote), la société annonce un accord de partenariat avec la société argentine DonMario (50 M€ de CA, premier producteur de blé en Amérique du Sud, présente également en maïs et soja). Cette alliance (50/50) porte sur le blé et vise la commercialisation de semences issues du regroupement du patrimoine génétique et des technologies de Vilmorin et DonMario.

### **Prévisions et Opinion Accumuler maintenues**

Alors qu'en première lecture le CA T2 pouvait inquiéter avec une baisse à ptcc de 4,1%, le mix des ventes (forte hausse en Potagères, activité très margée), le fait que la baisse en Grande cultures ait eu lieu sur le blé (très peu margé) et les indications favorables sur la Mop. au S1 et sur les premières tendances au S2 sont plutôt rassurants d'autant, et lèvent une partie des interrogations que la récente baisse des prix du maïs avait suscité. Notre opinion Accumuler et ainsi confirmée et notre TP 90€ inchangé (DCF et comparaison boursière).

*Prochain événement : Résultat du S1 le 24 février au soir*