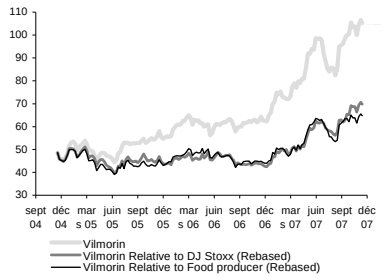
Flash valeur

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

Vilmorin

Alimentation — France

Assemblée générale	
Recommandation	**Achat (1)**
Cours (12/12/2007)	**105,20 EUR**
Objectif de cours	**105,00 EUR**



Reuters :	VILM.PA
Bloomberg :	RIN FP
Plus haut 12 mois:	108.1
Plus bas 12 mois:	62.3

Ratios Boursiers

	06/07	06/08e	06/09e	06/10e
PER	17.0	22.9	21.4	19.7
Rdt net (%)	2.4%	1.8%	2.0%	2.2%
FCF yield (%)	2.2%	2.3%	3.6%	4.3%
Cours/ANA	1.5	2.2	2.0	1.9
VE/CA	1.4	1.8	1.7	1.6
VE/EBITDA	8.4	9.6	8.9	8.3
VE/ROP courant	16.4	17.1	16.1	14.8

Données par action

EUR	06/07	06/08e	06/09e	06/10e
BNA (RNpg C)	4.09	4.59	4.92	5.34
Variation en %	2.3%	12.2%	7.1%	8.7%
BNA (RNpg)	4.09	4.59	4.92	5.34
Variation en %	-10.6%	12.2%	7.1%	8.7%
Div. Net	1.66	1.88	2.06	2.30
ANA	45.43	48.36	51.40	54.67

Compte de résultat

EUR	06/07	06/08e	06/09e	06/10e
CA	938.3	1 000	1 034	1 070
Variation en %	88.7%	6.6%	3.4%	3.5%
ROP courant	80.5	104.3	109.7	116.6
Variation en %	42.8%	29.5%	5.2%	6.3%
ROP (EBIT)	95.0	105.3	110.7	117.6
RNpg publié	54.8	61.5	65.8	71.5
RNpg corrigé	54.8	61.5	65.8	71.5

Données financières

% et M EUR	06/07	06/08e	06/09e	06/10e
ROCE avant IS	12.1%	9.5%	9.7%	10.2%
ROCE après IS	9.4%	7.0%	7.2%	7.5%
ROE	11.8%	9.8%	9.9%	10.1%
FCF	20.5	32.8	50.0	60.9
Dette nette	345.3	333.5	308.1	273.8
Gearing	48.9%	44.5%	38.7%	32.4%
Dette nette/ebitda	2.2	1.8	1.6	1.3
EBITDA/Frais fi	8.0	12.2	13.5	15.7

Performance

	1 mois	3 mois	12 mois
Perf absolue	5.4%	26.9%	63.6%
Perf. Rel. Indice	1.09	1.26	1.57
Perf. Rel. DJ	1.00	1.17	1.41

Informations Boursières

Capitalisation	1 409
VE	1 760
Nb.de titres (M)	13.4
Volume moyen	16
Groupe	71.3%
Flottant	28.7%
Auto-contrôle	0.1%

Feedback AG – Conviction renforcée

L'Assemblée Générale a surtout été l'occasion de rappeler les principaux enjeux du prochain exercice et ceux à moyen terme. Par ailleurs, le management a réitéré ses objectifs quantitatifs pour l'ensemble de l'exercice 2007/08 avec en ligne de mire 1 Mds€ de CA et une marge opérationnelle comprise entre 9,5 et 10%. Nous maintenons nos objectifs de marges supérieures (10,5% estimés) avec une conviction inchangée sur le titre. Vilmorin a changé de taille et de statut. L'exercice 2007/08 présente ainsi un nouveau profil de croissance. Opinion Achat maintenue.

Feedback Assemblée Générale

L'AG a été l'occasion de réitérer les principaux objectifs du groupe :

- Parmi les principaux axes évoqués, le groupe vise le maintien à un haut niveau de la R&D, leitmotiv depuis que nous suivons le groupe, mais probablement un objectif renforcé depuis l'intégration des activités de grandes cultures. Près de 14% du CA professionnel est annuellement affecté à la R&D. En prenant en compte les financements des partenariats, le groupe alloue environ 140 M€ par an à la R&D. Les investissements visent prioritairement la sélection variétale classique ou conventionnelle et également les biotechnologies végétales. 25% du budget R&D est affecté aux biotechnologies végétales et 75% à la recherche conventionnelle. In fine, le groupe affiche un taux d'obtention actuelle de 86% pour les semences potagères professionnelles et environ 66% pour les semences de grandes cultures **=> Maintien d'un haut niveau de marges pour les potagères professionnelles (15/16%) et levier d'amélioration pour les grandes cultures (objectif > 10% vs. 6,8% l'exercice précédent).**

- Le second vecteur privilégié par le groupe sera le développement à l'international. Le groupe a réalisé de nombreux investissements au niveau mondial au cours des 15 dernières années. Cette stratégie sera poursuivie à l'instar des récentes opérations de prises de contrôle effectif de la filiale israélienne Hazera et des développements au sein de la zone asiatique (Japon avec Mikado et Kyowa, puis un partenariat en Inde avec un laboratoire de recherche et enfin une prise de participation au sein de l'un des principaux acteurs chinois LPHT). Cette stratégie vise bien évidemment l'accroissement des parts de marché du groupe mais surtout l'accès à un patrimoine génétique complémentaire et à un marché en forte croissance. Le marché chinois représente actuellement 15% du marché mondial soit environ 3 Md$ **=> Renforcement du patrimoine génétique du groupe qui constitue la principale barrière à l'entrée (accès au marché du riz hybride, LPHT occupe 32% du marché chinois du riz Hybride) / Accès à des marchés émergents en croissance comparativement à un marché plus mature en Occident.**

- Le projet de désengagement des activités potagères grand public est toujours en cours avec, pour objectif, un désengagement d'ici à la clôture de l'exercice (juin 2008). Rappelons que cette cession (14% du CA du groupe) 1/ favorisera le mix marge compte tenu de marges inférieures à la moyenne du groupe. Nous avons estimé le gain à 50pb en année pleine, 2/ assurera un cash-in (90 M€ ?) et 3/ permettra un renforcement des moyens sur la R&D **=> amélioration du mix marge de 50pb et acteur pure player bénéficiant du benchmark des principaux compétiteurs dont Monsanto.**

- Les objectifs 2007/08 ont été confirmés alors que le groupe bénéficiera plus particulièrement sur l'exercice 1/ de la hausse des prix agricoles (phénomène de rattrapage pour les semences), 2/ de volumes plus soutenus en Europe avec l'arrêt pendant 1 an de la politique des jachères (cf. Flash Valeur du 21 septembre 2008), et 3/ d'un marché US toujours soutenu par le poids prépondérant des OGM **=> confirmation d'un objectif de 1 Md€ de CA dans le périmètre actuel**.

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.

Flash valeur

Opinion Achat confirmée - TP 105€

Après un exercice d'intégration réussi, et compte tenu d'un environnement agricole redevenu porteur (effet volume et prix), le groupe devrait être à même d'améliorer de nouveau ses performances. **Nous tablons sur un objectif de marge opérationnelle de 10,5%, supérieur aux guidances du management comprises entre 9,5 et 10%.**

Des incertitudes demeurent concernant par exemple la politique européenne à l'égard des OGM, le développement de la filière des biocarburants, le rythme de croissance du marché du maïs aux USA après une année record (+19% en 2007 et accroissement de +26% du CA de la filiale AgReliant). Cependant, le groupe bénéficiera de la poursuite du développement de l'activité potagère professionnelle et du rattrapage européen pour les semences de grandes cultures.

Pour l'exercice 2007/08, nous tablons dès lors sur un accroissement de près de 11% du RO à 105 M€ vs. 95 M€ et de +12% des BPA à 4,59€ vs. 4,09€.

Nous confirmons notre opinion Achat avec un objectif de cours de 105€. Notons cependant que le groupe devrait progressivement bénéficier d'un changement de statut avec, pour nouveaux benchmarks, Monsanto Dupont, Syngenta. Sur la base d'un seul DCF, notre objectif de cours se situerait plutôt à 114€ (WACC de 7,1%, marge stabilisée à 11%, taux de croissance à l'infini de 4%, génération de FCF de 50 M€ en moyenne annuelle).

Rappelons que le groupe versera un dividende de 1,66€ (vs.1,62€) représentant un P/O de 40,5%.

Prochain événement : Distribution du dividende le 20 décembre 2007 – Publication du CA semestriel le 5 février 2008 (après clôture)

Participation à notre Midcap Event les 10 et 11 janvier 2008

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.

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.