

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

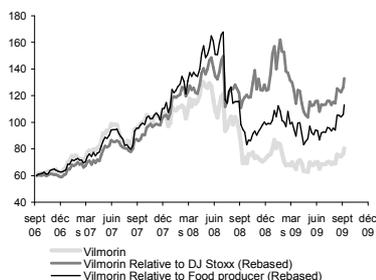
## Vilmorin

Alimentation France

**Obj de cours relevé 82.00 vs 70.00 EUR**

**Recommandation Accumuler (2)**

**Cours (06/10/2009) 80.46 EUR**



Reuters : VILM.PA  
 Bloomberg : RIN FP  
 Plus haut 12 mois: 86.80  
 Plus bas 12 mois: 59.50

### Ratios Boursiers

|                | 06/08 | 06/09e | 06/10e | 06/11e |
|----------------|-------|--------|--------|--------|
| PER            | 23.2  | 18.5   | 18.0   | 16.2   |
| Rdt net (%)    | 1.6%  | 1.9%   | 1.9%   | 2.2%   |
| FCF yield (%)  | 3.0%  | 1.2%   | 4.0%   | 5.0%   |
| Cours/ANA      | 2.3   | 1.7    | 1.6    | 1.5    |
| VE/CA          | 2.0   | 1.5    | 1.4    | 1.3    |
| VE/EBITDA      | 8.8   | 7.4    | 6.9    | 6.3    |
| VE/ROP courant | 14.9  | 14.1   | 13.5   | 12.2   |

### Données par action

| EUR            | 06/08  | 06/09e | 06/10e | 06/11e |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| BNA (RNpg C)   | 4.54   | 4.38   | 4.46   | 4.98   |
| Variation en % | 10.9%  | -3.4%  | 1.8%   | 11.6%  |
| BNA (RNpg)     | 3.31   | 4.37   | 4.45   | 5.00   |
| Variation en % | -19.2% | 32.0%  | 1.9%   | 12.4%  |
| Div. Net       | 1.66   | 1.53   | 1.56   | 1.75   |
| ANA            | 45.95  | 48.65  | 51.57  | 55.02  |

### Compte de résultat

| EUR            | 06/08 | 06/09e | 06/10e | 06/11e |
|----------------|-------|--------|--------|--------|
| CA             | 896.9 | 1 001  | 1 023  | 1 058  |
| Variation en % | -4.4% | 11.6%  | 2.1%   | 3.4%   |
| ROP courant    | 118.8 | 104.0  | 106.4  | 115.3  |
| Variation en % | 47.5% | -12.4% | 2.3%   | 8.4%   |
| ROP (EBIT)     | 115.2 | 104.0  | 106.4  | 115.3  |
| RNpg publié    | 44.3  | 58.5   | 59.6   | 67.0   |
| RNpg corrigé   | 60.8  | 58.5   | 59.6   | 67.0   |

### Données financières

| % et M EUR         | 06/08 | 06/09e | 06/10e | 06/11e |
|--------------------|-------|--------|--------|--------|
| ROCE avant IS      | 10.5% | 9.2%   | 9.1%   | 9.7%   |
| ROCE après IS      | 8.1%  | 7.1%   | 6.8%   | 7.3%   |
| ROE                | 9.9%  | 9.2%   | 8.9%   | 9.4%   |
| FCF                | 42.4  | 13.6   | 42.9   | 53.8   |
| Dette nette        | 323   | 340    | 318    | 285    |
| Gearing            | 43.7% | 43.7%  | 38.8%  | 32.8%  |
| Dette nette/ebitda | 1.6   | 1.7    | 1.5    | 1.3    |
| EBITDA/Frais fi    | 6.7   | 8.2    | 9.0    | 10.1   |

### Performance

|                   | 1 mois | 3 mois | 12 mois |
|-------------------|--------|--------|---------|
| Perf absolue      | 16.4%  | 16.9%  | 1.5%    |
| Perf. Rel. Indice | 1.09   | 0.99   | 1.55    |
| Perf. Rel. DJ     | 1.15   | 1.03   | 1.14    |

### Informations Boursières

|                  |       |
|------------------|-------|
| Capitalisation   | 1 078 |
| VE               | 1 438 |
| Nb.de titres (M) | 13.4  |
| Groupe           | 70.0% |
| Floissant        | 30.0% |

## Des résultats au rendez-vous – Nouveau TP 82€ (vs 70€)

Ces résultats annuels, en retrait de 15% pour le RO et en hausse de 19% pour le net, sont globalement proches des attentes et du consensus. Le groupe a bénéficié d'un mix plutôt favorable (potagères), a maîtrisé un contexte plus tendu (entre autre en Europe de l'Est) et a néanmoins confirmé une politique d'investissement ambitieuse (+15 M€ soit +14% pour le R&D).

Le management confirme un trend de croissance organique pour le prochain exercice. Pour notre part, nous tablons sur une légère croissance et un maintien des marges.

Enfin, le dividende devrait renouer avec la croissance (+6,6%) conforme à un P/O de 45%.

Du fait de l'appréciation des comparables et de la baisse de notre WACC (-50bp), notre nouveau TP ressort à 82€ (vs 70€). Rating Accumuler maintenu.

## Publication des résultats annuels : une marge op supérieure aux attentes

Déjà connu, le CA annuel du groupe s'inscrit à 1001,4 € en retrait facial de -1,6% mais en progression à périmètre et change constant de +1,3% (y compris les activités Produits de Jardin). **Nous noterons les bonnes performances des activités Potagères et Grandes Cultures aux U.S.** En ce qui concerne les résultats, ils sont supérieurs à nos attentes de 3,7% pour le RO. **Ce dernier s'inscrit à 107,9 M€ (104 M€ estimations Oddo) vs 127,6 M€ soit en baisse de 15%. Aussi, la marge op ressort à 10,8% (10,4% estimés) vs 12,5% et proche du haut de fourchette indiqué par le management (11%).** Pour sa part, le RNpg progresse de 19,6% à 53 M€ du fait de la disparition des pertes liées aux activités abandonnées.

### RESULTATS ANNUELS

| (M€) | Publiés | Estimations Oddo Midcap | Période Préc. | Publiés /Période préc. |
|------|---------|-------------------------|---------------|------------------------|
| CA   | 1001,4  |                         | 1018,0        | +1,3%                  |
| RO   | 107,9   | 104,0                   | 127,6         | -15,4%                 |
| Mop  | 10,8%   | 10,4%                   | 12,5%         | -170pb                 |
| RNpg | 53,0    | 58,5                    | 44,3          | +19,6%                 |

SOURCE : SOCIETE – ESTIMATIONS ODDO MIDCAP

## Un mix plus favorable – Des résultats au rendez-vous en dépit d'investissements soutenus

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

- **Ces résultats annuels traduisent d'abord une bonne performance en dépit d'une érosion de la marge op.** La marge sur coûts variables est stable et le groupe a maintenu une politique soutenue d'investissement (+15 M€ pour un budget global de 120,6 M€ vs 105,1 M€). Rappelons que le CA affiche une croissance organique supérieure à +1% dans un contexte plus difficile avec une politique délibérée de moindres livraisons en Europe de l'Est. **Notons l'excellente performance des Grandes Cultures aux U.S. (+14%) et une fin d'année également favorable pour les Potagères.** Au global, le groupe a bénéficié d'un mix plus favorable d'où un RO supérieur à nos attentes de près de 4 M€ et une marge op proche du haut de fourchette des guidances. Par ailleurs, ce niveau de marge intègre l'activité Produits de Jardin (Oxadis et Sutton Seeds) maintenue au sein du périmètre affichant une marge inférieure aux activités professionnelles.
- Les frais financiers font l'objet d'une bonne maîtrise (-4,4 M€) en dépit de la hausse de l'endettement (financement des acquisitions) et de pertes de change (-1,1 M€). **In fine, le RNpg affiche une progression de +19,6% à 53M€ (vs 44,3 M€) alors que l'exercice passé était affecté par les pertes des activités abandonnées (cession de Flora Frey / -24,3 M€).** Notre estimation était supérieure (58,5 M€) car nous avons sous-estimé la part des minoritaires.

## Flash valeur

- En ce qui concerne les perspectives, le management devrait être plus explicite lors de la réunion de ce jour. Néanmoins, il confirme la poursuite d'un trend de croissance organique pour 2009/10 en dépit d'un contexte matières premières toujours volatile. Pour notre part, nous maintenons un scénario assez conservateur avec **une croissance topline proche de +2% et un niveau de marge proche de 11%** afin de tenir compte d'une politique d'investissement toujours soutenue. **Nous devrions réviser en hausse nos estimations de +4% environ avec un RO proche de 110 M€ (106 M€ actuellement et un consensus à 108 M€).**

### Opinion Accumuler maintenue – Nouveau TP 82€ (vs 70€)

**Le titre a largement sous-performé depuis le début d'année.** C'est effectivement le cas vis-à-vis de l'indice SBF 120 récemment intégré (22 juin 2009) à hauteur de 9,5% et également au regard de notre échantillon de valeurs agro-chimique pour environ -7,5%. Depuis le point bas de février/mars 2009, la sous-performance ressort à -12,5% vis-à-vis de ce même échantillon.

L'appréciation des comparables ainsi que la baisse de notre WACC de 50pb (suite baisse taux des OAT, hypothèses BE Oddo et réduction du beta) justifie un **nouvel objectif de cours de 82€ (vs 70€ au préalable) et la confirmation de notre opinion Accumuler.**

A noter enfin la volonté de procéder à la distribution d'un **dividende de 1,77€ en progression de +6,6% après une stabilité l'exercice précédent. Le P/O ressort à 45% soit proche de niveaux précédents (40/50%).**

*Prochain événement : Réunion ce jour (15h00) - Publication du CA T1 le 12 novembre 2009 (après clôture)*

**PRODUCTION ET DIFFUSION DE LA RECOMMANDATION**

ODDO & CIE EST AGREE PAR LE COMITE DES ETABLISSEMENTS DE CREDIT ET DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT (CECEI) ET EST REGULE PAR L'AUTORITE DE MARCHES FINANCIERS (AMF).

LES INFORMATIONS CONTENUES DANS CETTE ANALYSE FINANCIERE PROVIENNENT DE SOURCES PUBLIQUES SOIGNEUSEMENT SELECTIONNEES. MALGRE LA REALISATION DE TOUTES LES DILIGENCES REQUISES POUR S'ASSURER QUE CES INFORMATIONS SONT EXACTES AU MOMENT DE LEUR PUBLICATION, AUCUNE DECLARATION DE GARANTIE N'EST FAITE QUANT A LEUR EXACTITUDE. CE DOCUMENT EXPRIME L'OPINION DE ODDO & CIE A LA DATE DE CELUI-CI, CETTE OPINION PEUT ETRE MODIFIEE A TOUT MOMENT SANS PREAVIS.

L'ANALYSE FINANCIERE A ETE ELABOREE CONFORMEMENT AUX DISPOSITIONS REGLEMENTAIRES VISANT A PROMOUVOIR L'INDEPENDANCE DES ANALYSES FINANCIERES, L'ANALYSTE ETANT SOUMIS A L'INTERDICTION D'EFFECTUER DES TRANSACTIONS SUR L'INSTRUMENT CONCERNE AVANT LA DIFFUSION DE LA COMMUNICATION.

UN DISPOSITIF DE « MURAILLES DE CHINE » (BARRIERE A L'INFORMATION) A ETE MISE EN PLACE AFIN D'EVITER LA DIFFUSION INDUE D'UNE INFORMATION CONFIDENTIELLE ET DE PREVENIR ET GERER LES SITUATIONS DE CONFLITS D'INTERETS. ELLES PEUVENT ETRE DETAILLEES SUR DEMANDE AUPRES DU RESPONSABLE DE LA CONFORMITE.

CE DOCUMENT S'ADRESSE EXCLUSIVEMENT AUX CLIENTS DE ODDO & CIE, IL EST COMMUNIQUE A TITRE INFORMATIF ET NE PEUT ETRE DIVULGUE A UN TIERS SANS LE CONSENTEMENT PREALABLE DE ODDO & CIE.

LE PRESENT DOCUMENT N'EST PAS ET NE SAURAIT ETRE TENU POUR UNE OFFRE DE VENTE OU LA SOLLICITATION D'UNE OFFRE D'ACHAT OU DE SOUSCRIPTION A UN INVESTISSEMENT QUEL QU'IL SOIT.

LES PERFORMANCES PASSES NE GARANTISSENT PAS LES PERFORMANCES FUTURES.

LES ANALYSTES ET LES PERSONNES CONCERNEES S'ABSTIENNENT D'EXECUTER DES TRANSACTIONS PERSONNELLES OU DES OPERATIONS POUR LE COMPTE DE TOUTE AUTRE PERSONNE, Y COMPRIS ODDO & CIE, CONCERNANT DES INSTRUMENTS FINANCIERS SUR LESQUELS PORTE L'ANALYSE FINANCIERE, OU TOUT AUTRE INSTRUMENT LIE LORSQU'ILS ONT CONNAISSANCE DE LA DATE PROBABLE DE DIFFUSION ET DU CONTENU SI CETTE CONNAISSANCE N'EST PAS ACCESSIBLE AU PUBLIC OU AUX CLIENTS ET NE PEUT PAS ETRE AISEMENT DEDUITE DE L'INFORMATION DISPONIBLE ET S'ABSTIENNENT D'AGIR AUSSI LONGTEMPS QUE LES DESTINATAIRES DE L'ANALYSE FINANCIERE N'ONT PAS EU UNE OPPORTUNITE RAISONNABLE D'AGIR SUR LA BASE DE L'INFORMATION. 313-27

**MENTION DES CONFLITS D'INTERETS**

VOUS POUVEZ CONSULTER LES DISCLOSURES DE TOUTES LES SOCIETES MENTIONNEES DANS CE DOCUMENT SUR LE SITE DE LA RECHERCHE DE [ODDO & CIE](#).