

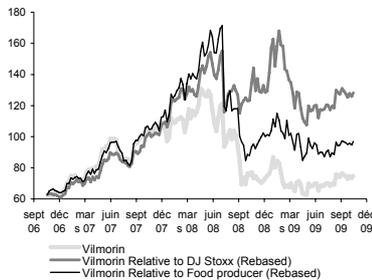
**VILMORIN**

Alimentation

France

**Chiffre d'affaires trimestriel**
**Recommandation** Accumuler (2)

**Cours (12/11/2009)** 74.80 EUR

**Objectif de cours** 82.00 EUR


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

**Ratios Boursiers**

	06/09	06/10e	06/11e	06/12e
PER	20.3	17.4	16.1	14.6
Rdt net (%)	2.2%	2.4%	2.4%	2.4%
FCF yield (%)	1.8%	4.4%	5.3%	6.6%
Cours/ANA	1.7	1.5	1.4	1.3
VE/CA	1.5	1.4	1.3	1.2
VE/EBITDA	7.5	6.7	6.1	5.6
VE/ROP courant	14.3	13.0	11.9	10.9

**Données par action**

EUR	06/09	06/10e	06/11e	06/12e
BNA (RNpg C)	4.00	4.30	4.65	5.12
Variation en %	-11.9%	7.5%	8.3%	10.0%
BNA (RNpg)	3.95	4.28	4.66	5.16
Variation en %	19.5%	8.1%	8.9%	10.7%
Div. Net	1.77	1.77	1.77	1.80
ANA	47.60	50.11	53.00	56.38

**Compte de résultat**

EUR	06/09	06/10e	06/11e	06/12e
CA	1 001	1 023	1 058	1 094
Variation en %	11.6%	2.1%	3.4%	3.4%
ROP courant	105.0	107.8	114.4	121.7
Variation en %	-11.6%	2.7%	6.2%	6.3%
ROP (EBIT)	107.9	109.8	116.4	123.7
RNpg publié	53.0	57.3	62.4	69.0
RNpg corrigé	53.0	57.3	62.4	69.0

**Données financières**

% et M EUR	06/09	06/10e	06/11e	06/12e
ROCE avant IS	9.5%	9.3%	9.7%	10.2%
ROCE après IS	7.1%	7.0%	7.3%	7.7%
ROE	8.5%	8.8%	9.0%	9.4%
FCF	19.1	44.4	53.0	66.3
Dette nette	378	357	326	281
Gearing	50.1%	44.9%	38.8%	31.6%
Dette nette/ebitda	1.9	1.7	1.5	1.2
EBITDA/Frais fi	7.6	8.7	9.3	10.6

**Performance**

	1 mois	3 mois	12 mois
Perf absolue	-0.9%	5.4%	1.8%
Perf. Rel. Indice	0.93	0.89	1.55
Perf. Rel. DJ	0.98	0.95	0.99

**Informations Boursières**

Capitalisation	1 002
VE	1 365
Nb. de titres (M)	13.4
Groupe	70.0%
Flottant	30.0%

 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

**Un très bon début d'année**

Bonne surprise au T1 à 148,3 M€ (vs. 136 M€ attendus, consensus proche de nos attentes). La hausse à ptcc ressort à 11,1% vs. 3% attendus soit +4,9% en Semences Potagères (vs. +4% attendus) et +25,7% en Grandes Cultures vs. +2%. Ce T1 donne une bonne avance sur l'exercice. Nos attentes d'une croissance modérée du CA sur l'année (+2%) semblent désormais conservatrices. Néanmoins la saisonnalité de l'activité (T1 = seulement 7% du CA annuel en Grandes Cultures) ne nous permet pas d'extrapoler ces tendances sur l'année. Le titre devrait bien réagir à cette publication. Accumuler (2) confirmée.

**Croissance à ptcc de 11,1% vs. +3% attendu**

**Nettement au dessus des attentes :** Alors que nous attendions une croissance modérée du CA au T1 de 3,1% à périmètre constant, i.e. hors Clovis Matton (en ligne avec notre attente annuelle), le T1 s'inscrit en forte croissance : soit +14,6% et +11,1% à ptcc. En intégrant Clovis Matton (3M€ de CA au T1), notre attente aurait été de 136 M€ (autre estimation du consensus autour de 135M€). La publication à 148,3 M€ est donc nettement au dessus de nos attentes.

**Dans l'activité Semences Potagères : la croissance ressort à 4,9% en organique vs. +4% attendu.** De plus, la société confirme que sur cet exercice, la croissance devrait ressortir dans le haut des moyennes historiques (3-5%). En outre, elle n'est pas imputable à un effet de base (T1 2008-09 +3,3% à ptcc). Cette bonne tenue de l'activité provient essentiellement de l'Europe (Hazéra et Mikado se situant plutôt en dessous de la croissance de la branche).

**+ 25,7% en organique pour les Grandes Cultures vs. +2% attendu.** Certes, cette performance doit être relativisée par la saisonnalité des ventes de cette branche (T1 2008-09 en Grandes Cultures = **7% du CA annuel de la branche** contre 19% pour les Semences Potagères). Néanmoins, elle constitue une bonne avance qui provient notamment i/ d'une excellente campagne en colza (+13% en Europe, Est et Ouest) avec une activité de 10 M€ sur l'Europe de l'Est. Ceci confirme ainsi les espoirs du groupe au sujet d'un redéploiement sur cette zone (pour mémoire le groupe avait « perdu » 30 M€ de CA sur cette zone en 2008-09) et, ii/ d'un bon démarrage des céréales à paille (blé et orge) avec une campagne précoce (une partie du CA a donc été avancée du T2 au T1, mais le groupe estime qu'il a également gagné des parts de marché). Sur le marché nord-américain, l'activité au T1 est traditionnellement très faible mais la visibilité qu'a le groupe à travers **les paiements précoces nous permet d'être plutôt confiants, ces paiements étant « substantiellement plus élevés que l'an passé »**. Enfin, concernant les perspectives pour la campagne de maïs en Europe, il est aujourd'hui trop tôt pour se prononcer mais, pour l'instant, le groupe pense pouvoir « défendre » ses prix (ce équivaut à une stabilité selon nous) après deux exercices favorables.

**CA T1 (JUILLET A SEPTEMBRE 2009)**

(M€)	Publiés	Est. Oddo Midcap	Période Préc.	Publiés /Période préc.	Publiés /Période préc. à pc
<b>CA</b>	<b>148,3</b>	<b>133.4* 136 yc CM</b>	<b>129,4</b>	<b>+ 14,6%</b>	<b>+11,1%</b>
Semences potagères	84	81,0	77,9	+7,7%	+ 4,9%
Sem. grandes cultures	49,6	37,9*	37,2	+33,4%	+25,7%
Produits de jardins	14,5	14,1	14,1	+2,9%	+5,5%
Holdings	0,2	0,2	0,2	ns	ns

SOURCE : VILMORIN – ESTIMATIONS ODDO MIDCAP \* HORS CLOVIS MATTON

**Nos attentes pourraient se révéler prudentes. Accumuler confirmé**

Au total, même si cette publication doit être relativisée compte tenu de la saisonnalité de l'activité (T1= 15% de l'année). Cependant, elle est plutôt de bon augure pour l'année avec une activité dynamique en Semences Potagères (activité la plus rentable), un bon début d'année en Semences Grandes Cultures. Des incertitudes demeurent néanmoins concernant l'évolution cette année du taux d'utilisation des semences de Ferme et l'évolution des prix de semences notamment pour le maïs. C'est pourquoi nous laissons, pour l'instant, nos attentes inchangées en considérant qu'elles semblent désormais plutôt conservatrices. Le titre devrait bien réagir à cette publication et nous maintenons notre opinion Accumuler (2).

*Prochain événement : AG le 8 décembre*