

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

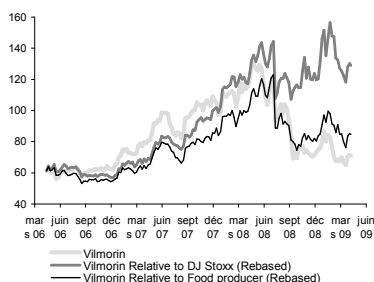
## Vilmorin

Alimentation France

**Reco abaissée Accumuler (2) vs Achat (1)**

**Cours (06/05/2009) 70.945 EUR**

**Objectif de cours 70.00 EUR**



Reuters : VILM.PA  
 Bloomberg : RIN FP  
 Plus haut 12 mois: 131.48  
 Plus bas 12 mois: 64.98

### Ratios Boursiers

	06/08	06/09e	06/10e	06/11e
PER	23.2	16.0	15.6	13.9
Rdt net (%)	1.6%	2.2%	2.2%	2.5%
FCF yield (%)	3.0%	1.6%	4.5%	5.7%
Cours/ANA	2.3	1.5	1.4	1.3
VE/CA	2.0	1.3	1.3	1.2
VE/EBITDA	8.8	6.7	6.3	5.7
VE/ROP courant	14.9	12.8	12.3	11.0

### Données par action

EUR	06/08	06/09e	06/10e	06/11e
BNA (RNpg C)	4.54	4.45	4.54	5.09
Variation en %	10.9%	-2.1%	2.1%	12.1%
BNA (RNpg)	3.31	4.43	4.53	5.12
Variation en %	-19.2%	34.0%	2.2%	13.0%
Div. Net	1.66	1.55	1.59	1.79
ANA	45.95	48.72	51.70	55.24

### Compte de résultat

EUR	06/08	06/09e	06/10e	06/11e
CA	896.9	995.3	1 018	1 053
Variation en %	-4.4%	11.0%	2.3%	3.5%
ROP courant	118.8	104.0	106.6	116.0
Variation en %	47.5%	-12.5%	2.5%	8.8%
ROP (EBIT)	115.2	104.0	106.6	116.0
RNpg publié	44.3	59.4	60.7	68.6
RNpg corrigé	60.8	59.4	60.7	68.6

### Données financières

% et M EUR	06/08	06/09e	06/10e	06/11e
ROCE avant IS	10.5%	9.2%	9.1%	9.8%
ROCE après IS	8.1%	7.1%	6.8%	7.3%
ROE	9.9%	9.4%	9.0%	9.6%
FCF	42.4	15.2	42.8	54.3
Dette nette	323	338	317	283
Gearing	43.7%	43.5%	38.6%	32.6%
Dette nette/ebitda	1.6	1.7	1.5	1.3
EBITDA/Frais fi	6.7	8.2	9.0	10.2

### Performance

	1 mois	3 mois	12 mois
Perf absolue	1.5%	-11.8%	-39.4%
Perf. Rel. Indice	0.88	1.01	1.06
Perf. Rel. DJ	0.90	1.00	1.01

### Informations Boursières

Capitalisation	950
VE	1 309
Nb.de titres (M)	13.4
Groupe	70.0%
Flottant	30.0%

## Des guidances décevantes – Passage à vide ponctuel – Accumuler (vs Achat) – TP 70€ (vs 100€)

Au-delà du T3, les guidances sont décevantes et nous incitent à revoir en baisse nos estimations de RO 2008/09 de 13%. Le groupe subit un environnement plus tendu en Europe de l'Ouest (moindres volumes) et de l'Est (difficultés financières des clients) affectant les semences de Grandes Cultures et pour partie les semences Potagères. Seule la zone Amérique du Nord affiche d'excellentes performances. Il s'agit d'une déception néanmoins ponctuelle alors que les fondamentaux ne sont pas remis en cause. Suite à nos ajustements et hausse de notre prime de risque, notre nouveau TP ressort à 70€ (vs 100€), d'où un upside limité. Nous dégradons à Accumuler (vs Achat). Le consensus devrait s'ajuster d'environ 15% pour les estimations de l'exercice en cours.

### Publication du CA T3

Vilmorin publie un CA T3 de 449,2 M€ vs 380,5 M€ pour le publié et 428,5 M€ pour le pro forma (après réintégration des activités Produits de Jardin dont Oxadis et Suttons). La hausse ressort ainsi à 4,8% et 6,7% à données comparables. Ce CA est supérieur à nos attentes mais intègre l'activité de la filiale UK Suttons pour laquelle la cession a été différée. Au titre des 9 mois, le CA s'inscrit à 755,0 M€ vs 659,2 M€ et 746,9 M€ pro forma, en progression de 1% et de 4,6% à données comparables.

### CA T3 / 9 MOIS

(M€)	Publiés	Estimations Oddo Midcap	Période Préc. Proforma	Publiés /Période préc.	Var. péri et change id
CA T3	449,2	428,6	428,5	+4,8%	+6,7%
Potagères	121,8	127,8	118,9	+2,4%	+0,1%
Gdes Cultures	283,8	268,4	258,8	+9,6%	+9,8%
Pdts jardin	43,2	32,5	50,8	-14,9%	+5,4%
CA 9 mois	755,0	727,7	746,9	+1,0%	+4,6%
Potagères	283,0	289,0	270,4	+4,6%	+2,3%
Gdes Cultures	404,1	388,7	383,8	+5,2%	+6,5%
Pdts jardin	67,1	50,1	92,7	-27,6%	+2,5%

SOURCE : VILMORIN – ESTIMATIONS ODDO MIDCAP

### Révision en baisse de nos objectifs et prudence pour 2009/10

Si le CA T3 a été globalement en ligne, voire légèrement supérieur du fait de la réintégration de l'activité de la filiale UK Suttons, nous seront néanmoins plus circonspects suite à la présentation qui a eu lieu hier. Nous retiendrons les éléments suivants :

- Tout d'abord, compte tenu du contexte, **le groupe ne procédera pas à la cession de la filiale UK Suttons** (23 M€ de CA) et lui réservera le même sort qu'Oxadis soit une réintégration au sein du périmètre. Au global, près de 85 M€ de CA seront ainsi réintégrés au sein du périmètre,
- Les activités de Grandes Cultures réalisent plutôt une bonne performance avec une progression 9 mois de 6,5% dont 9,8% au titre du 3<sup>ème</sup> trimestre. Rappelons qu'au terme du S1, le groupe affichait un CA en repli pro forma de 0,5%. Ce chiffre est ainsi supérieur à nos attentes. Il est vrai que l'essentiel de la saison intervient sur le 3<sup>ème</sup> trimestre (en Europe et en Amérique du Nord). Cependant, nous devons opérer une différenciation entre les activités européennes et nord-américaines. **Aux USA, la performance demeure remarquable** avec une hausse 9 mois de 27,9% et de 26% à données comparables en raison d'un effet mix/prix toujours extrêmement favorable (hausse des prix de vente et part prépondérante des semences OGM qui représentent l'essentiel du marché en Amérique du Nord). A contrario, le retard constaté en Europe au terme du S1 se confirme du fait, entre autres, d'une plus grande prudence en Europe de l'Est. Le CA 9 mois est ainsi en repli de 1,3% à 294 M€ (étale pour le T3). Cette contre-performance s'explique par i/ **une baisse sensible et délibérée dans les principaux pays d'Europe de l'Est** (-15 M€) afin de réduire les risques d'impayés et ii/ un attentisme confirmé en Europe de l'Ouest pour le maïs (arbitrage...) avec une contraction des volumes supérieures aux attentes (-5%).

## Flash valeur

- Pour l'activité Potagère, le CA ressort à 283 M€ pour les 9 mois très légèrement inférieur à nos attentes soit une progression à données constantes de +2,3% mais quasiment étale au T3. Le groupe subit la confirmation d'une contraction du marché dans le bassin méditerranéen, affectant plus particulièrement la filiale Israélienne Hazera.
- Point sur les guidances : le management s'est montré plus particulièrement prudent avec une révision assez sensible de ses hypothèses de croissance (+2 à 3% de croissance vs +5/6% au préalable). Au vu de cette publication et alors que le 3<sup>ème</sup> trimestre représente généralement environ 42/43% de l'activité annuelle, **nous considérons notre objectif de CA annuel de plus d'1 Md€ comme probablement ambitieux**. Sur la base d'une croissance organique plus modeste, nous tablons dès lors sur un CA de 995M€ prenant en compte une croissance organique proche de 2% pour les activités potagères (40,5% du total) et +1% pour les activités de Grandes Cultures (51% du total). Ces nouvelles hypothèses intègrent entre autres une très forte réduction de la contribution des pays d'Europe de l'Est de l'ordre de -37% à 50 M€ vs 80 M€ environ. Enfin, nous intégrons 85 M€ au titre des activités Produits de Jardin.
- En ce qui concerne les résultats et afin de tenir compte de notre ajustement topline, nous serons également plus prudents avec dès lors l'attente **d'un résultat d'exploitation voisin de 104 M€ (vs 120 M€ au préalable)** à comparer à 115 M€ pour l'exercice de référence (hors activités de jardin). La marge opérationnelle ressort ainsi à 10,4%. **Cette estimation est globalement en ligne avec la nouvelle guidance du management proche de 11% hors activité Produits de Jardin (vs 12% précédemment)**. Avec intégration de cette dernière, l'effet mix moins favorable justifie une perte de 50/60pb. Cette sensible révision en baisse peut surprendre mais est néanmoins justifié par i/ le maintien d'un programme d'investissement soutenu (+15 M€ en R&D), ii/ un mix moins favorable avec la réintégration des activités de Jardin et une activité potagère moins soutenue alors que les marges sont très élevées (17,9% l'exercice passé), iii/ de moindres volumes dans les Grandes Cultures rendant plus difficile l'absorption de la structure de coûts fixes.
- Pour 2009/10, nous disposons d'une visibilité somme toute limitée. Le groupe restera probablement prudent en Europe de l'Est où il pourrait de nouveau réduire sa présence (cf. notre commentaire récent au sujet d'Exel Industries). L'attentisme agricole devrait persister d'où des interrogations sur les arbitrages. **Enfin, au terme de 2 exercices de revalorisation sensibles des prix de vente, les progressions devraient être plus modestes.**

### Opinion Accumuler (vs Achat) – Nouveau TP 70€ (vs 100€)

Nos nouvelles estimations font ainsi état d'une révision en baisse de 1,5% de notre estimation de CA 2008/09 à 995 M€ et de -3,5% pour 2009/10 à 1018 M€. **Notre estimation de RO se situe à 104 M€ révisée en baisse de 13% (vs 120 M€) en retrait de 9,7% par rapport au publié de l'exercice précédent.** Pour 2009/10, nous révisons en baisse de 15% à 107 M€. Nos EPS 2008/09 ressortent à 4,45€ (vs 4,88€) et 2009/10 à 4,54€ (vs 5,25€).

**Le consensus est sensiblement haut (115/120 M€) et s'ajustera à la baisse d'environ 15%.**

Il s'agit bien évidemment d'une déception ponctuelle même si les fondamentaux et la stratégie de groupe demeurent inchangés et prometteurs compte tenu des développements en cours (levier à terme avec le développement de semences OGM, hybrides...). A plus court terme, les perspectives laissent apparaître un profil plus fragile qui se compare à un exercice 2007/08 record !

Sur la base de nos nouvelles estimations, **notre objectif de cours ressort à 70€ (vs 100€ au préalable)**. Il tient compte d'une prime de risque majorée du fait de la déception actuelle. Nous retenons un Wacc de 9%. En raison d'un passage à vide ponctuel, d'un news-flow sans drivers et d'un upside limité, **nous dégradons à Accumuler (vs Achat)**.

*Prochain événement : Publication du CA annuel le 4 août 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.