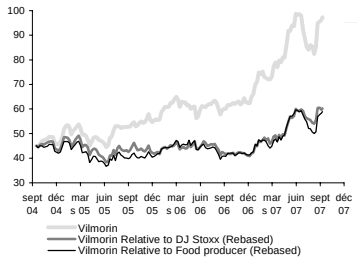
Flash valeur

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

Vilmorin

Alimentation — France

Résultats annuels	
Recommandation	**Achat (1)**
Cours (09/10/2007)	**97,30 EUR**
Objectif de cours	**105,00 EUR**



Reuters :	VILM.PA
Bloomberg :	RIN FP
Plus haut 12 mois:	100.2
Plus bas 12 mois:	60.2

Ratios Boursiers

	06/06	06/07e	06/08e	06/09e
PER	14.1	17.9	20.9	19.2
Rdt net (%)	2.9%	2.6%	2.2%	2.4%
FCF yield (%)	7.9%	3.1%	3.0%	4.6%
Cours/ANA	1.7	1.6	2.0	1.9
VE/CA	1.3	1.5	1.7	1.6
VE/EBITDA	7.0	8.3	9.0	8.4
VE/ROP courant	12.0	16.0	16.0	14.9

Données par action

EUR	06/06	06/07e	06/08e	06/09e
BNA (RNpg C)	4.00	3.90	4.66	5.06
Variation en %	18.6%	-2.6%	19.4%	8.7%
BNA (RNpg)	4.58	3.90	4.66	5.06
Variation en %	35.6%	-14.8%	19.4%	8.7%
Div. Net	1.62	1.83	2.19	2.38
ANA	33.74	44.69	47.52	50.39

Compte de résultat

EUR	06/06	06/07e	06/08e	06/09e
CA	497.3	938.3	1 001	1 034
Variation en %	1.6%	88.7%	6.7%	3.4%
ROP courant	53.4	86.0	108.3	113.7
Variation en %	14.8%	61.1%	25.9%	5.0%
ROP (EBIT)	52.5	93.0	108.3	113.7
RNpg publié	43.8	52.2	62.4	67.8
RNpg corrigé	38.3	52.2	62.4	67.8

Données financières

% et M EUR	06/06	06/07e	06/08e	06/09e
ROCE avant IS	11.4%	11.4%	9.2%	9.5%
ROCE après IS	9.8%	8.3%	6.7%	7.0%
ROE	12.3%	11.3%	10.1%	10.3%
FCF	42.4	28.8	38.6	60.3
Dette nette	69.3	390.1	375.9	344.7
Gearing	18.7%	54.4%	49.5%	42.9%
Dette nette/ebitda	0.8	2.4	1.9	1.7
EBITDA/Frais fi	24.6	10.1	11.7	14.8

Performance

	1 mois	3 mois	12 mois
Perf absolue	18.1%	-2.9%	59.4%
Perf. Rel. Indice	1.14	0.99	1.42
Perf. Rel. DJ	1.19	0.97	1.42

Informations Boursières

Capitalisation	1 303
VE	1 731
Nb.de titres (M)	13.4
Volume moyen	13
Groupe	71.3%
Flottant	28.7%
Auto-contrôle	0.1%

Excellentes performances 2006/07 – Croissance confirmée

Vilmorin affiche d'excellentes performances pour son 1er exercice d'intégration des activités de grandes cultures. Le RO ressort à 95 M€ supérieur à nos attentes de 93 M€ avec une marge opérationnelle de 10,1% (vs. 6,4%). Le RNpdg est supérieur de 5% à nos estimations. Les perspectives restent favorablement orientées tant pour l'activité potagère professionnelle que pour l'activité de grandes cultures.

Nous confirmons notre opinion Achat (1) avec un TP inchangé à 105€ (récemment révisé en hausse, cf. Flash Valeur du 21 septembre 2007).

Publication des résultats annuels

Vilmorin publie des résultats annuels supérieurs à nos attentes ainsi qu'aux guidances affichées lors de l'annonce de l'apport d'actifs des semences de grandes cultures (fin 1er semestre calendaire 2006).

Le résultat opérationnel ressort ainsi à 95,1 M€ (93 M€ estimations Oddo Midcap) vs. 59,4 M€ soit en progression de +60%. La marge opérationnelle ressort ainsi à 10,1% (9,9% estimations Oddo Midcap) vs. 6,4% soit un gain de 370pb.

Le RN s'inscrit à 57,3 M€ (55,9 M€ estimations Oddo Midcap) vs. 46,6 M€ soit en progression de +23%. Le RNpdg ressort à 54,8 M€ (52,2 M€ estimations Oddo Midpcap) vs. 42,4 M€ soit en progression de +29,2%.

RESULTATS ANNUELS

(M€)	Publiés	Estimations Oddo Midcap	Période Préc.	Publiés /Période préc.*
CA	938,3	-	922,3	+3,4%
RO	95,1	93,0	59,4	+60,1%
Mop	**10,1%**	**9,9%**	**6,4%**	**+370pb**
RNpg	54,8	52,2	42,4	+29,2%

SOURCE : SOCIETE – ESTIMATIONS ODDO MIDCAP² - * VARIATION PROFORMA

L'objectif de marge opérationnelle de 10% atteint avant l'heure

Nous retiendrons les principaux éléments suivants :

- Ces résultats traduisent **le succès de l'opération d'intégration des activités de semences de grandes cultures** à compter du 1er juillet 2006 avec un mix marge meilleur qu'attendu en début de période. La marge sur coût des ventes s'établit à 44,2% en progression de 0,5 point par rapport à l'exercice précédent malgré l'accroissement ponctuel des coûts d'obsolescence des stocks (redéfinitions des gammes).
- **Le résultat opérationnel affiche une forte progression à 95,1 M€ vs. 59,4 M€ soit une hausse de +60%.** La marge opérationnelle ressort dès lors à **10,1% vs. 6,4%.** Elle est le reflet d'une confirmation des bons niveaux de marge sur le segment potagère (niveau probablement proche de 11% vs. 10,6% l'exercice précédent) et d'une intégration réussie de l'activité de grandes cultures. Rappelons que sur l'exercice précédent, l'activité de grandes cultures (non intégrée) avait subie des charges de restructuration pour 23 M€ et a bénéficié au cours de cet exercice de synergies (12 M€ ?).
- Retraité des éléments non récurrents (positifs à hauteur de 9 M€ au titre d'un badwill lié à l'acquisition de Hazera en 2006/07 – 23 M€ de coûts de restructuration et un produit d'assurance de 13 M€ en 2005/06), **le résultat opérationnel aurait été de 86,1 M€ en 2006/07 à comparer à 69,3 M€ pour l'exercice précédent soit une progression de +38%.** La marge opérationnelle retraitée serait de 9,2% vs. 7,5% soit un gain de 170pb.
- **Le RNpdg est supérieur de 5% à nos propres estimations** et tient compte d'une charge financière nette de 19,8 M€ (supérieure à nos attentes de -16,5 M€) et d'une charge d'impôt de 17,2 M€ (inférieure à notre estimation de 20,7 M€).

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.

- La structure financière est particulièrement saine avec **un gearing de 49% inférieur à notre estimation de 54/55%.** L'opération d'intégration s'est réalisée dans de bonnes conditions de maîtrise de BFR.
- En ce qui concerne les perspectives, le groupe confirme son positionnement sur **des marchés en croissance organique régulière** (potagère professionnelle) **et/ou soutenue** (cf. activité aux USA pour les grandes cultures). La division grand public affiche toujours de moindres performances et pourrait faire l'objet d'une stratégie de repositionnement (quid du maintien dans le périmètre actuel ?).

Opinion Achat (1) confirmée – TP 105€

Le groupe est clairement en avance par rapport aux développements anticipés. Une meilleure contribution des activités de grandes cultures (probablement AgReliant aux USA) participe à ces meilleures performances. Ces dernières devraient être confirmées en 2007/08 avec pour objectif 1 Mds€ de CA et un objectif de marge opérationnelle supérieur à 10,5%. La dynamique de développement aux USA devrait se confirmer (OGM) alors que la suppression des jachères pendant 1 an en Europe pourrait dynamiser l'activité grandes cultures (cf. notre Flash Valeur du 21 septembre 2007).

Rappelons enfin que le groupe a récemment pris position en Chine et devrait confirmer sa stratégie de croissance en Asie.

Nous confirmons **notre opinion Achat (1) et notre objectif de cours qui a récemment été révisé en hausse à 105€** (cf. Flash Valeur du 21 septembre 2007).

Le Conseil d'Administration proposera le versement d'un dividende de 1,66€ (vs. 1,62€) représentant un P/O de 40,5%.

Prochain événement : Réunion ce jour (11h) - Publication du CA T1

Avertissement : nous attirons l'attention du lecteur sur le fait que Oddo Corporate F. 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.