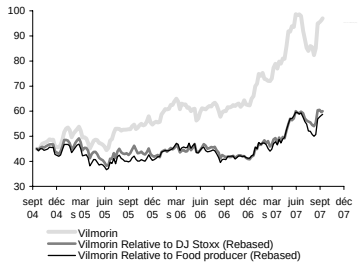
Flash valeur

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

Vilmorin

Alimentation — France

Réunion d'analystes	
Recommandation	**Achat (1)**
Cours (10/10/2007)	**97,00 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

	06/07e	06/08e	06/09e	06/10e
PER	17.0	21.2	19.9	18.2
Rdt net (%)	2.8%	2.2%	2.4%	2.6%
FCF yield (%)	3.2%	2.9%	4.5%	5.3%
Cours/ANA	1.6	2.0	1.9	1.8
VE/CA	1.5	1.7	1.6	1.6
VE/EBITDA	8.3	9.1	8.5	7.8
VE/ROP courant	15.9	16.4	15.4	14.1

Données par action

EUR	06/07e	06/08e	06/09e	06/10e
BNA (RNpg C)	4.09	4.57	4.88	5.33
Variation en %	2.3%	11.5%	6.9%	9.1%
BNA (RNpg)	4.09	4.57	4.88	5.33
Variation en %	-10.6%	11.5%	6.9%	9.1%
Div. Net	1.92	2.15	2.29	2.50
ANA	44.89	47.53	50.27	53.30

Compte de résultat

EUR	06/07e	06/08e	06/09e	06/10e
CA	938.3	1 001	1 034	1 070
Variation en %	88.7%	6.7%	3.4%	3.5%
ROP courant	86.7	105.5	110.8	117.8
Variation en %	62.4%	21.7%	5.0%	6.4%
ROP (EBIT)	95.1	105.5	110.8	117.8
RNpg publié	54.8	61.1	65.4	71.4
RNpg corrigé	54.8	61.1	65.4	71.4

Données financières

% et M EUR	06/07e	06/08e	06/09e	06/10e
ROCE avant IS	11.7%	9.0%	9.3%	9.8%
ROCE après IS	9.0%	6.7%	7.0%	7.3%
ROE	11.9%	9.9%	10.0%	10.3%
FCF	29.6	37.7	57.9	68.7
Dette nette	389.4	379.7	352.0	314.9
Gearing	54.2%	50.0%	44.0%	37.2%
Dette nette/ebitda	2.3	2.0	1.8	1.5
EBITDA/Frais fi	8.4	11.0	12.1	14.0

Performance

	1 mois	3 mois	12 mois
Perf absolue	17.9%	-2.0%	58.5%
Perf. Rel. Indice	1.14	1.00	1.41
Perf. Rel. DJ	1.19	0.98	1.41

Informations Boursières

Capitalisation	1 299
VE	1 703
Nb.de titres (M)	13.4
Volume moyen	18
Groupe	71.3%
Flottant	28.7%
Auto-contrôle	0.1%

Une intégration réussie – Un recentrage sur le business professionnel

Vilmorin a réussi son exercice d'intégration des activités de grandes cultures et devrait renforcer sa présence sur les semences professionnelles avec un projet de désengagement des activités grand public. La stratégie du groupe reste focalisée sur la R&D (accroissement des obtentions) et son implantation sur les zones à plus fort potentiel (cf. Chine). Nos objectif 2007/08 sont confirmés avec 1 Mds€ de CA et une marge opérationnelle proche de 10,5%. Opinion Achat (1) confirmée.

Feedback réunion

Les résultats publiés sont globalement de bonne facture :

- Au terme du premier exercice d'intégration des activités de grandes cultures, le groupe a réalisé une bonne performance avec **une marge opérationnelle de 10,1% en amélioration de 370pb.** Retraité des facteurs à caractère non courant (restructurations, badwill, impairments…), la marge opérationnelle courante aurait été de **9,2% à comparer à 7,9%, soit une amélioration de 130pb.**

- Cette amélioration provient à la fois d'une bonne performance du pôle potagères et grandes cultures. En ce qui concerne les semences potagères professionnelles, le groupe confirme un niveau de marge élevé à **14,8% (traditionnellement compris entre 14 et 15%) avec la poursuite d'un accroissement du taux des obtentions (85,9% vs. 84%** au titre de l'exercice précédent). Par ailleurs, malgré une rentabilité plus faible, l'activité grand public termine l'exercice avec une marge opérationnelle retraitée (des impairments) de 6% vs. un niveau inférieur à 4% pour l'exercice de référence. Pour sa part, l'activité Grandes Cultures clôt l'exercice avec une marge opérationnelle également retraitée des impairments de 7,3% environ vs. un niveau non significatif pour l'exercice précédent (23 M€ de coûts de restructuration).

Des perspectives confirmées

En ce qui concerne les perspectives, plusieurs axes ont été abordés :

- Sujet évoqué à plusieurs reprises**, le désengagement de l'activité Grand Public est effectivement acté.** Il s'agit d'une décision qui vise in fine à optimiser le positionnement du groupe sur les activités professionnelles potagères et grandes cultures dans une perspective de long terme. La pression concurrentielle et la nécessité pour le groupe de s'implanter sur les zones à plus fort potentiel justifient une concentration des moyens dans la R&D source de plus forte valeur ajoutée. Cette opération nous semble opportune du fait également des difficultés persistantes à redresser la filiale allemande. Le problème de la taille critique justifie une telle stratégie à l'instar du désengagement des activités grand public aux USA (Ferry Morse).

- Ce désengagement s'effectuera au gré des opportunités et présentera le double avantage 1/ **d'assurer un cash-in** (montant non évoqué que nous estimons entre 90 et 100 M€) fonction des modalités (contrat de licences pour les 3 marques conservées par le groupe à savoir Vilmorin, Tézier et Clause), 2/ **une amélioration du mix marge** de l'ensemble du groupe. Au titre de l'exercice 2006/07, la marge opérationnelle courante du groupe aurait été de 9,7% vs. 9,2% hors prise en compte de l'activité grand public **soit une amélioration potentielle de 50pb.**

- **La Chine** constitue un important vecteur de croissance avec la conclusion en juillet 2007 d'une alliance stratégique qui permet au groupe d'accéder 1/ à l'un des principaux marchés mondiaux de semences (15% du marché mondial soit 3 Mds$, 1er production mondial de riz et 2ème production mondial de maïs et blé), et 2/ à l'un des principaux acteurs en Chine (95 M€ de CA pour une marge opérationnelle comprise entre 9 et 10%). Le montage mis en place (cf. Flash Valeur du 10 juillet 2007) par le biais d'une structure holding

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.

permet actuellement le contrôle de 10% du semencier. La société étant cotée, le groupe pourrait procéder à des achats afin de renforcer le montant de sa participation. Notons que le mode de consolidation n'a pas encore été arrêté (mise en équivalence ou proportionnelle…)

- En ce qui concerne **les perspectives**, le groupe se montre confiant mais mesuré compte tenu des nombreux enjeux en cours. Les tendances de fond devraient être confirmées avec : 1/ l'évolution des prix agricoles impactant positivement le prix des semences, 2/ un marché américain toujours soutenu par le développement des OGM, 3/ un probable plus fort dynamisme en Europe avec l'arrêt pour 1 an de la politique des jachères (cf. Flash Valeur du 21 septembre). Si des incertitudes demeurent, nous estimons que le groupe est bien armé pour affronter ces différents enjeux.

- Au cours de la présentation d'hier, le management s'est livré à un nouvel exercice avec des guidances affichant une progression de +5% pour les activités potagères professionnelles et +5% pour les grandes cultures. Nous validons **notre objectif de CA de 1 Mds€** (sans évolution de périmètre). En ce qui concerne les marges, l'objectif s'inscrit entre 9,5 et 10%. Pour notre part, **nous tablons sur 10,5% soit un niveau supérieur** afin d'intégrer : 1/ la poursuite des bonnes performances au sein des potagères professionnelles, 2/ une confirmation du bon niveau d'activité aux USA et 3/ une plus forte dynamique en Europe (effet prix ?).

Achat (1) confirmé – TP 105€ inchangé

La capacité du groupe à intégrer de nouvelles entités n'est plus à démontrer. L'exercice en cours devrait conforter un développement homogène entre potagères professionnelles et grandes cultures avec des contributions en terme de marge également plus homogènes (objectif de 9 à 10% de marge opérationnelle pour les grandes cultures rapidement, soit un niveau voisin de celui de la division potagères y compris le grand public).

L'environnement restera porteur à l'image des récentes publications de Monsanto et Syngenta qui pour le premier vient de confirmer la poursuite d'un trend de forte croissance en 2008 (+10 à 20% pour les EPS).

Nous confirmons notre opinion Achat (1) avec un objectif de cours inchangé à 105€.

Prochain événement : Publication du CA T1 le 12 novembre (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.