

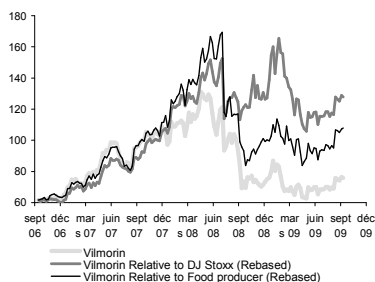
Jean-François Granjon
+33 (0)4 72 68 27 05
jfganjon@oddo.fr

Camille Damois-Gignoux
+33 (0)4 72 68 27 01
cdamoisgignoux@oddo.fr

Vilmorin

Alimentation France

Résultats annuels	
Recommandation	Accumuler (2)
Cours (08/10/2009)	75.80 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	17.6	16.3	14.8
Rdt net (%)	2.2%	2.3%	2.3%	2.4%
FCF yield (%)	1.8%	4.4%	5.2%	6.5%
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	6.2	5.6
VE/ROP courant	14.3	13.1	12.0	11.0

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	8.9%	14.5%	8.3%
Perf. Rel. Indice	1.02	0.97	1.65
Perf. Rel. DJ	1.08	1.01	1.21

Informations Boursières

Capitalisation	1 015
VE	1 379
Nb.de titres (M)	13.4
Groupe	70.0%
Flottant	30.0%

De bonnes performances dans un environnement tendu

Les résultats annuels publiés par le groupe ont globalement été en ligne avec les attentes et traduisent des facteurs de résistance dans un environnement agricole tendu. Les enjeux pour les prochaines années sont significatifs avec, entre autres, le challenge des OGM et le développement d'espèces hybrides (colza/blé...). En dépit de la prédominance de Monsanto, le groupe poursuit ses investissements et conforte sa place d'acteur mondial de référence.

A plus court terme, la visibilité est plus limitée du fait i/ de la volatilité des matières premières et ii/ d'une situation toujours critique en Europe de l'Est. Aussi, nous confirmons un profil de croissance plus modeste pour 2009/10 (+2%) avec un maintien des marges afin de tenir compte d'un effort d'investissement toujours soutenu.

Nous maintenons notre rating Accumuler.

Des enjeux long terme créateurs de valeur – Un profil plus prudent à court terme

Nous retiendrons les principaux éléments suivants :

- **Les résultats annuels du groupe traduisent une bonne résistance des performances** avec : i/ un haut niveau de contribution des Potagères avec **une marge op de près de 17%** (vs 17,9%) malgré des difficultés rencontrées par la filiale israélienne Hazera, ii/ une contribution honorable des Grandes Cultures (42,5 M€ vs 47,5 M€) alors que le groupe a été particulièrement affecté par la zone Europe de l'Est (-30 M€ de CA), iii/ **une progression de 1,5% de l'Ebitda vs un repli de 15,4% du RO traduisant une bonne maîtrise de la marge commerciale et de la structure de coûts**. Enfin, le groupe n'a pas été pénalisé par les pertes des activités abandonnées (Flora Frey / -24,3 M€).
- **Les enjeux sont significatifs avec un marché mondial supporté par les enjeux alimentaires**. Les agro-chimistes renforcent ainsi leur présence sur un segment de marché en croissance soutenue (+20% pour le marché des OGM qui représente 1/3 du marché global des semences). Vilmorin bénéficiera à terme de plusieurs vecteurs dont i/ **la poursuite de la montée en puissance des OGM** (mise sur le marché par Monsanto de son « SmartStax »), et ii/ **l'accroissement de la part des semences commerciales plus particulièrement sur le marché du riz et du blé**. Dans ce cadre, le groupe vise le développement de blé génétiquement modifié et de blé hybride. En contrepartie, le groupe devrait maintenir une politique d'investissement soutenu en R&D à l'instar de l'exercice passé. **Aussi, le budget R&D (120 M€) devrait croître d'environ 15 à 20 M€ en 2010**.
- En ce qui concerne **les perspectives**, le management s'est montré prudent du fait de 2 principales incertitudes : **1/ d'une part la volatilité des matières premières et ii/ d'autre part, une visibilité toujours aléatoire en Europe de l'Est**. A contrario, en cas d'amélioration, ces 2 paramètres peuvent constituer de réels effets de levier. Ainsi, nous confirmons un profil plus conservateur pour l'exercice 2009/10 d'autant plus que la saison de printemps (maïs US et Europe) est encore éloignée. Nous retenons une croissance limitée à +2% (pas d'effet prix après 2 exercices record) et **une stabilisation de la marge opérationnelle soit un RO proche de 110 M€ (vs 108 M€)**.

Opinion Accumuler maintenue

Comme spécifié lors de notre précédente publication (cf. Flash du 7 octobre 2009), le titre a largement sous-performé depuis le début d'année (-9,5% au regard du SBF 120). De plus, la récente communication de Monsanto a pu peser sur le titre. **Notons que le groupe envisage la distribution d'un dividende de 1,77€ de nouveau en progression de +6,6% (vs 1,66€)**.

Prochain événement : 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](#).