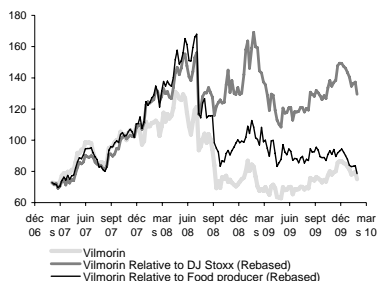


**VILMORIN**

Alimentation

France

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

**Obj de cours abaissé 75,00 vs. 79,00 EUR**
**Recommandation Accumuler (2)**
**Cours (25/02/2010) 75,00 EUR**

 Reuters : VILM.PA  
 Bloomberg : RIN FP  
 Plus haut 12 mois : 88.40  
 Plus bas 12 mois : 59.50

**Ratios Boursiers**

	06/09	06/10	06/11e	06/12e
PER	20.3	16.4	15.7	14.1
Rdt net (%)	2.2%	2.5%	2.6%	2.7%
FCF yield (%)	1.6%	3.4%	3.9%	6.5%
Cours/ANA	1.7	1.5	1.4	1.3
VE/CA	1.5	1.4	1.3	1.2
VE/EBITDA	7.4	6.5	6.0	5.4
VE/ROP courant	14.3	12.3	11.4	10.2

**Données par action**

EUR	06/09	06/10	06/11e	06/12e
BNA (RNpg C)	4.00	4.56	4.76	5.32
Variation en %	-11.9%	13.9%	4.5%	11.7%
BNA (RNpg)	3.96	4.56	4.77	5.37
Variation en %	19.6%	15.1%	4.8%	12.5%
Div. Net	1.77	1.86	1.95	2.05
ANA	47.60	50.39	53.30	56.73

**Compte de résultat**

EUR	06/09	06/10	06/11e	06/12e
CA	1,002	1,038	1,089	1,142
Variation en %	11.7%	3.7%	4.8%	4.9%
ROP courant	105.1	116.0	123.8	134.6
Variation en %	-11.5%	10.3%	6.7%	8.7%
ROP (EBIT)	107.9	112.3	123.8	134.6
RNpg publié	53.0	61.0	63.9	72.0
RNpg corrigé	53.0	61.0	63.9	72.0

**Données financières**

% et M EUR	06/09	06/10	06/11e	06/12e
ROCE avant IS	9.5%	9.4%	10.0%	10.7%
ROCE après IS	7.2%	7.0%	7.5%	8.0%
ROE	8.5%	9.3%	9.2%	9.8%
FCF	17.4	34.4	39.1	65.5
Dettes nette	378	381	368	330
Gearing	50.1%	47.7%	43.5%	36.5%
Dettes nette/ebitda	1.9	1.7	1.6	1.3
EBITDA/Frais fi	7.6	9.5	9.2	10.3

**Performance**

	1 mois	3 mois	12 mois
Perf absolue	-9.9%	-7.4%	-11.2%
Perf. Rel. Indice	0.84	0.78	1.35
Perf. Rel. DJ	0.93	0.90	0.69

**Informations Boursières**

Capitalisation	1,004
VE	1,411
Nb.de titres (M)	13.4
Groupe	71.5%
Flottant	28.5%

## Attendre que la visibilité s'améliore. TP 75€ vs. 79€ A son prix

La réunion d'hier a permis au groupe de préciser ses intentions en matière de croissance externe (Chine et Inde en Potagères, accélérer le développement dans le maïs et dans le blé) sans indiquer qu'une acquisition importante était sur le point d'aboutir. T3 : la tendance reste bonne dans les Potagères et mitigée dans les Grandes Cultures. Ebit abaissé de 5% mais BNA peu modifié (moins de frais financiers). Dilution suite à l'augmentation de capital de 10% avant acquisition, et plutôt neutre après. TP abaissé de 79€ à 75€ (intégration d'une dilution intermédiaire de 5%). La perspective d'un changement de taille est très pertinente (R&D, marché à fort potentiel en Asie) mais le manque de visibilité sur les cibles, le T3 et les conditions risquent, à court terme, de peser sur le titre qui nous paraît à son prix après la forte baisse d'hier.

### Un changement de dimension à prévoir

Le groupe a indiqué que des nombreuses cibles étaient actuellement étudiées et qu'il lui semblait que les opportunités de croissance externe étaient plus nombreuses aujourd'hui, certains acteurs souhaitant, face à l'enjeu R&D, se rapprocher de grands groupes. En revanche, il ne nous a pas semblé qu'une acquisition de très grosse taille était sur le point d'aboutir.

Les cibles visées sont : 1) les semences potagères en Chine (70% de la croissance des surfaces potagères a lieu en Chine, évolution du mode de production) et en Inde, où le marché est encore très morcelé avec un fort potentiel de croissance, 2) des parts de marché en maïs par l'innovation (accélération de la R&D ou acquisitions ?), 3) Blé : élargir le leadership européen (R&D et implantations dans les principaux pays producteurs).

Une interrogation concernant l'intention du groupe d'utiliser partiellement les 200 M€ levés pour accélérer significativement la R&D est apparue, il a néanmoins été indiqué que ces investissements resteraient pilotés et nous pensons que dans ce cadre, il s'agira plutôt d'acquérir des cibles avec un fort contenu technologique (mais sans contribution au résultat à court terme) que d'augmenter très fortement les investissements de R&D faits en interne.

### Ebit abaissé en raison d'une tendance mitigée en Grandes Cultures

Nous avons abaissé notre attente d'Ebit de 3% en raison 1) d'un contexte mitigé en Grandes Cultures, notamment en Europe (première indication de surface de maïs en hausse aux EU et en baisse en Europe) et 2) de provisions pour restructurations (4,3 M€). Cette baisse est globalement compensée par un recul des frais financiers plus fort que prévu et nos BPA sont stables.

### Après la baisse d'hier, le titre nous semble à son prix

Les modalités de l'augmentation de capital seront précisées dans les prochaines semaines et le groupe n'a pas exclu d'abandonner ce projet s'il jugeait que les conditions n'étaient pas satisfaisantes. A un cours compris entre 70 et 75€, l'augmentation du nombre d'actions serait de l'ordre de 20% et l'impact dilutif sur le BNA de l'ordre de 10% hors intégration de nouvelles acquisitions. En revanche, l'impact serait neutre en intégrant des acquisitions payées sur des multiples proches de ceux du groupe (12-13 en VE :Ebit) et positif si le groupe faisait jouer l'effet de levier.

Nous avons ajusté en baisse notre TP de 79 à 75€ afin d'intégrer une dilution intermédiaire de 5%. A court terme, le manque de visibilité sur le T3 et le contexte délicat sur les grandes cultures (illustré par la publication récente mitigée de KWS), les incertitudes sur les modalités de l'augmentation de capital et les acquisitions à venir risquent de peser sur le titre. Nous sommes convaincus que ce changement de taille afin de mutualiser les coûts de R&D, d'élargir le patrimoine génétique et d'accélérer l'implantation du groupe sur des zones en croissance (Asie) est très pertinent mais nous pensons que le marché risque d'attendre les acquisitions avant de revenir sur la valeur qui nous paraît à son prix après la baisse de 7% d'hier.

Prochain événement : CA T3 le 3 mai au soir

**Avertissement : Conformément à l'article 315-7 du Règlement Général de l'AMF, nous vous informons qu'Oddo Corporate Finance, a été mandaté par Vilmorin en qualité de conseil financier dans le cadre d'un projet d'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription.**

**Nous vous rappelons que les analyses financières émises au sein du Groupe Oddo sont élaborées conformément aux dispositions réglementaires en la matière, lesquelles visent à promouvoir l'indépendance des analyses financières.**