

MORNING NEWS MIDCAPS

RECHERCHE ACTIONS

20 février 2014

Alimentation

Vilmorin & Cie

VILM.PA / RIN@FP

Acheter

Changement d'objectif de cours

S2 solide en perspective

Nous voyons plusieurs éléments qui devraient permettre au groupe de légèrement dépasser sa guidance de ROP (168 M€ vs guidance 160 M€) et ainsi atteindre les attentes du consensus prépublication. Opinion Acheter maintenu avec un objectif relevé à 110 € (vs 105 €).

- **Nous sommes confiants dans la capacité de Vilmorin à atteindre les estimations annuelles du consensus** (pré publication) au niveau du ROP (167 M€) et ce malgré : 1/ le retard du S1 13/14 (-37 M€ vs -22 M€) et 2/ l'impact devises qui s'est détérioré au cours des derniers mois. **Nous maintenons notre recommandation Acheter avec un objectif de 110 € (vs 105 €).** Nous continuons de jouer l'**histoire de croissance long terme** (marché porteur, renforcement des positions sur le segment des potagères, poursuite des gains de PdM sur le maïs et politique d'acquisition active) et **d'amélioration de la MOP** (redressement de la division potagères, introduction des traits OGM développés en propre) qui devraient se traduire par une **croissance des BPA >10% par an à MT.** On note toutefois qu'à CT, les multiples de valorisation (17x PE12m, 12,2x VE/EBIT 12m), en ligne avec les autres acteurs du secteur pourraient limiter le potentiel à la hausse du titre.
- **Nous révisons nos BPA 2013/16e de -2%.** La révision en baisse du taux d'impôt (20% vs 23%) est compensée par une détérioration de l'effet devises (-4% vs -2,5%) et une révision en baisse de la MOP grandes cultures (10,2% vs 11%).
- **Nous anticipons désormais une CI annuelle de 7,2% (vs +7,8% auparavant et guidance >6%)** ce qui implique une progression de 8,3% au S2. L'accélération anticipée repose sur: 1/ la poursuite d'une bonne dynamique sur les semences potagères (à fin janvier les ventes progressaient de 10,3% vs +10% au S1 13), 2/ l'effet de base favorable en séquentiel pour les grandes cultures (campagne de printemps tardive), et 3/ la poursuite des gains de PdM sur les marchés clés.
- **Au niveau du ROP, nous voyons plusieurs éléments qui permettront d'améliorer la MOP de 150 pb et ainsi légèrement dépasser les objectifs du groupe** (MOP 2013/14 Natixis 10,8% vs guidance au moins égal à 10,5%) : 1/ accélération de la croissance organique (+8,3% vs +4,2% au S1 13/14), 2/ baisse des dépenses de royalties sur le S2 13 (hausse de 6 M€ passée au S1 13/14), 3/ poursuite de l'amélioration de la rentabilité de la division semences potagères, 4/ non-récurrence des surcoûts liés à la production en contre saison qui avait pesé sur la rentabilité du groupe sur l'exercice précédent, 5/ moindre hausse du budget R&D en euros (impact devises favorable dans ce sens).

Analyste(s)

Nicolas Langlet (33 1) 58 55 00 95
 Joséphine Chevallier (33 1) 58 55 96 55
 Pierre Tegnér (33 1) 58 55 24 34
 Olivier Delahousse (33 1) 58 55 04 47

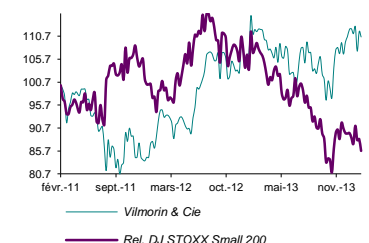
Cours	19/02/2014	97,82 €
Objectif	↗	110,00 €
Potentiel		12,5%

Performance	1 m	12 m	01/01
Absolu	0,3%	-0,7%	0,6%
Secteur	-1,5%	1,6%	-1,5%
DJS Small200	1,0%	21,7%	4,2%

Capitalisation boursière	1,7 Md€
Flottant	32,6%
Limagrain	67,4%
Volume Jour	14 M€

au 30/6	2014e	2015e	2016e
BPA (€)	5,74	6,45	7,20
Révision	-0,5%	-2,4%	-2,7%
Variation	9,2%	12,3%	11,7%

PE (x)	17,0	15,2	13,6
P/CF (x)	6,8	6,2	5,7
VE/REX (x)	13,0	11,7	10,5
VE/EBE (x)	6,8	6,2	5,6
Rdt Net	1,9%	2,1%	2,6%
FCF yield	2,4%	2,7%	3,5%



Source : Natixis

Equity Markets equity.natixis.com

Accès Bloomberg NXGR

Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document.

EQUITY MARKETS

BANQUE DE GRANDE CLIENTÈLE / ÉPARGNE / SERVICES FINANCIERS SPÉCIALISÉS



Éléments financiers au 30/6

Vilmorin & Cie

Décomposition par activité (M€)	2012	2013	2014e	2015e	2016e	TMVA 13/16
Chiffre d'affaires	1 338,0	1 472,5	1 542,4	1 665,3	1 793,5	6,8%
Grandes Cultures	728,7	846,8	895,2	985,6	1 083,2	8,6%
Potagères	527,2	544,9	565,0	596,7	626,6	4,8%
Produits de jardin	80,8	79,5	80,9	81,7	82,5	1,3%
Holding	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	0,0%
Résultat d'exploitation corrigé	144,3	156,6	167,9	186,7	206,1	9,6%
Grandes Cultures	74,0	84,0	91,3	103,5	116,4	11,5%
Potagères	76,9	82,0	87,6	93,7	99,6	6,7%
Produits de jardin	-1,8	-2,9	-1,0	-0,5	0,0	
Holding	-4,8	-6,5	-10,0	-10,0	-10,0	-15,4%
Marge d'exploitation corrigée	10,8%	10,6%	10,9%	11,2%	11,5%	
Grandes Cultures	10,2%	9,9%	10,2%	10,5%	10,8%	
Potagères	14,6%	15,0%	15,5%	15,7%	15,9%	
Produits de jardin	-2,2%	-3,6%	-1,2%	-0,6%	-	
Holding	-369,8%	-500,0%	-769,2%	-769,2%	-769,2%	
Compte de résultat (M€)	2012	2013	2014e	2015e	2016e	TMVA 13/16
Chiffre d'affaires	1 338,0	1 472,5	1 542,4	1 665,3	1 793,5	6,8%
<i>Variation</i>	<i>12,3%</i>	<i>10,1%</i>	<i>4,7%</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,7%</i>	
Croissance organique	11,0%	9,4%	7,2%	7,7%	7,7%	
Excédent brut d'exploitation	269,0	303,1	321,3	352,4	384,5	8,3%
<i>Variation</i>	<i>-2,5%</i>	<i>12,7%</i>	<i>6,0%</i>	<i>9,7%</i>	<i>9,1%</i>	
Résultat d'exploitation publié	137,7	156,6	167,9	186,7	206,1	9,6%
<i>Variation</i>	<i>-12,1%</i>	<i>13,7%</i>	<i>7,2%</i>	<i>11,2%</i>	<i>10,4%</i>	
Résultat d'exploitation corrigé	144,3	150,8	167,9	186,7	206,1	11,0%
<i>Variation</i>	<i>13,9%</i>	<i>4,5%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,2%</i>	<i>10,4%</i>	
Marge d'exploitation	10,8%	10,2%	10,9%	11,2%	11,5%	
Résultat financier net	-26,3	-27,9	-25,3	-24,2	-22,0	
Résultat courant avant impôt	118,0	122,9	142,6	162,5	184,1	14,4%
Résultat exceptionnel	-6,6	5,8	0,0	0,0	0,0	
Impôt sur les sociétés	-26,1	-23,3	-29,3	-34,9	-41,3	
Amt. / dep. survaleurs	-	-	-	-	-	
Résultat des SME	1,8	1,7	3,7	3,7	3,7	
Intérêts minoritaires	-6,5	-7,6	-8,4	-9,2	-10,1	
Résultat net des activités cédées	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Résultat net part du groupe	80,6	99,5	108,7	122,1	136,4	11,1%
<i>Variation</i>	<i>-11,4%</i>	<i>23,4%</i>	<i>9,2%</i>	<i>12,3%</i>	<i>11,7%</i>	
RNPG corrigé	85,7	95,4	108,7	122,1	136,4	12,6%
<i>Variation</i>	<i>23,2%</i>	<i>11,4%</i>	<i>13,9%</i>	<i>12,3%</i>	<i>11,7%</i>	
Tableau de financement (M€)	2012	2013	2014e	2015e	2016e	TMVA 13/16
MBA	225,7	256,1	270,5	297,0	325,0	8,3%
Investissements nets	-168,0	-193,0	-209,9	-215,1	-227,2	5,6%
Diminution (Augmentation) du BFR	-67,0	3,6	-20,8	-36,6	-38,2	
Cash-flow disponible	-9,3	66,7	39,8	45,3	59,6	-3,7%
Investissements financiers	-13,0	-51,0	-40,0	0,0	0,0	
Distribution	-30,3	-31,2	-35,0	-39,2	-47,7	15,2%
Augmentation de capital	55,7	1,0	0,0	0,0	0,0	
Produits de cessions	-	-	-	-	-	
Divers	-48,7	-19,0	-40,0	0,0	0,0	
Augmentation (Diminution) de la trésorerie	-45,6	-33,5	-75,2	6,1	11,9	
Endettement net	315,7	337,0	372,2	366,1	354,0	
Gearing	28,1%	29,3%	30,2%	27,6%	24,9%	

Natixis et/ou ses filiales est/sont apporteur(s) de liquidité ou teneur(s) de marché et a/ont conclu un contrat de liquidité sur un (des) instrument(s) financier(s) de l'émetteur.

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

- 1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).
- 2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.
- 3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.
- 4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash-flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.
- 5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.
- 6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).
- 7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

les recommandations de Natixis portent sur les 6 prochains mois et sont définies comme suit :

Acheter	Potentiel de hausse supérieure à 10%.
Neutre	Potentiel compris entre 10% et -10%
Alléger	Potentiel de baisse supérieure à -10% et/ou de risques élevés sur les fondamentaux industriels et financiers.
App. ses titres	Réponse favorable à une offre publique (rachat, retrait,...)

Au 20/02/2014, les recommandations de Natixis ainsi que la part, par rapport à l'échantillon de valeurs suivies, des émetteurs pour lesquels sa maison mère Natixis a fourni des services d'investissement sur les 12 derniers mois se répartissent comme suit :

	Valeurs suivies	Valeurs Corporate
Acheter	37,89%	8,25%
Neutre	50,39%	1,55%
Alléger	11,72%	0,00%

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture.

Ce document d'informations s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il vous est communiqué à titre d'information et ne peut être divulgué à un tiers sans le consentement préalable de Natixis. Il ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Les performances passées et simulées ne garantissent pas les performances futures. Toute opinion contenue dans le présent document reflète le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis. Natixis ne saurait être tenu responsable des conséquences d'une quelconque décision prise au regard des informations contenues dans ce document. Natixis a mis en place des procédures appropriées de séparations des activités visant en particulier à prévenir les conflits d'intérêt entre ses activités de Recherche et ses autres activités. Ces « barrières à l'information » peuvent être détaillées sur demande auprès du Responsable de la conformité. A la date de cette publication, Natixis et/ou l'une de ses filiales ou sous-filiales peuvent être en conflit d'intérêt avec l'émetteur mentionné. En particulier, il se peut ainsi que Natixis ou toute personne morale ou physique liée, leurs dirigeants, leurs représentants légaux ou leurs salariés aient investi pour leur propre compte ou agissent ou envisagent d'agir, dans les douze mois à venir, en tant que conseiller, apporteur de liquidité, teneur de marché, ou banquier d'affaires d'une des sociétés mentionnées dans cette publication.

Natixis est agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Ce document de recherche peut être distribué au Royaume Uni. Natixis est agréé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de résolution (ACPR) en France et soumis à l'autorité limitée de la Financial Conduct Authority et de la Prudential Regulation Authority. Les détails concernant la supervision de nos activités par les Financial Conduct Authority et Prudential Regulation Authority sont disponibles sur simple demande à la succursale de Londres.

Ce document de recherche peut être distribué en Allemagne. Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Les détails concernant la supervision de nos activités par la BaFin sont disponibles sur simple demande à la succursale de Frankfurt.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC. Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage, par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les analystes de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Veuillez les consulter sur le site http://equity.natixis.com/netis/Disclaimer/Disclaimer_Spe.aspx