

MORNING NEWS MIDCAPS

RECHERCHE ACTIONS

11 octobre 2012

Alimentation

Vilmorin & Cie

VILM.PA / RIN@FP

Acheter

Changement d'objectif de cours

Confiance à court et moyen terme

Nous restons confiants aussi bien à court terme qu'à moyen terme. A CT, la guidance nous paraît prudente et sera probablement dépassée. A MT, Vilmorin reste bien positionné pour bénéficier de la croissance du marché. Acheter maintenu, objectif relevé à 110 €

- **Nous ressortons confiants** de la réunion qu'a tenue Vilmorin hier après midi à la suite de la publication de ses résultats annuels. Nous **maintenons notre recommandation Acheter avec un objectif de cours revu à 110 €** (vs 103 €).
- **A court terme**, nous pensons que 1/ le groupe devrait continuer à **bénéficier d'un environnement agricole favorable** (hausse des surfaces cultivées, cours des MP agricoles proches des plus hauts historiques) et 2/ **la guidance 2012/13 nous paraît prudente aussi bien au niveau de la CI anticipée (+6% vs 7,5% Natixis) que de la MOP ajustée (11% vs Natixis 11,4%). A moyen terme**, les **drivers du marché des semences sont intacts** et devraient supporter une **croissance du marché supérieure à 5% par an**. Porté par la **poursuite de ses efforts de R&D**, le **développement du groupe sur des marchés à fort potentiel** (Brésil, Inde, Chine) et le **renforcement de ses positions fortes**, **Vilmorin nous semble très bien positionné** pour bénéficier du potentiel de croissance moyen terme du marché.
- Après révision de nos attentes, **nous relevons nos BPA 2012/2014e de 4%. Le titre se traite aujourd'hui sur un PE 12m de 15,7x vs le secteur à 17x.**
- Malgré une base de comparaison très difficile pour la **division « Grandes cultures »** (CI 2011/12 +19,7%), **le groupe a la capacité de générer une CI de 10% en 2013** grâce, notamment, à un effet mix/prix soutenu (+7%), une **poursuite des gains de PdM** (notamment sur le maïs aux USA où le groupe est devenu le 3^{ème} acteur du segment cette année) et une **poursuite de la progression des surfaces cultivées**. Compte tenu de l'effet de levier important sur la division et des hausses de prix, **la marge de la division devrait continuer de progresser à 11% en 2012/13e** (vs 10,2% cette année).
- **Concernant la division « Potagère »**, Vilmorin bénéficiera du redressement progressif du marché. **Nous anticipons une CI de 5% l'an prochain**. Alors que la MOP a été impactée l'an dernier par un mix-produits négatif, ce dernier devrait s'estomper l'an prochain permettant à la **division de revenir sur un niveau de marge supérieur à 15%**.

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

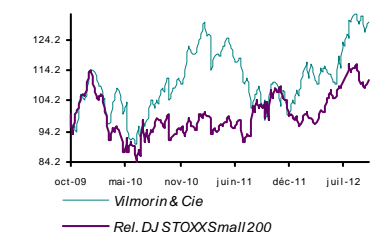
Cours	10/10/2012	92,47 €
Objectif	↗	110,00 €
Potentiel		19,0%

Performance	1 m	12 m	01/01
Absolu	0,0%	26,7%	25,6%
Secteur	2,1%	30,0%	17,6%
DJS Small200	-1,0%	15,7%	14,2%

Capitalisation boursière	1,6 Md€
Flottant	27,7%
Limagrain	72,3%
Volume Jour	512 k€

au 30/6	2012e	2013e	2014e
BPA (€)	4,98	5,74	6,28
Révision	1,6%	5,1%	5,6%
Variation	23,2%	15,3%	9,4%

PE (x)	18,6	16,1	14,7
P/CF (x)	7,1	6,4	6,0
VE/REX (x)	14,1	12,5	11,5
VE/EBE (x)	7,6	6,7	6,2
Rdt Net	1,8%	2,1%	2,3%
FCF yield	-0,6%	1,9%	3,4%



Equity Markets equity.natixis.com
Accès Bloomberg NXSE

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

Éléments financiers au 30/6

Vilmorin & Cie

Décomposition par activité (M€)	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	TMVA 11/14
Chiffre d'affaires	1 191,8	1 338,0	1 429,0	1 502,3	1 576,7	5,6%
Grandes Cultures	598,6	728,7	793,5	841,1	891,6	7,0%
Potagères	510,3	527,2	552,5	577,4	600,5	4,4%
Produits de jardin	81,9	80,8	81,6	82,4	83,2	1,0%
Charges non réparties	1,0	1,3	1,3	1,3	1,3	0,0%
Résultat d'exploitation corrigé	126,7	137,7	162,9	175,4	189,7	11,3%
Grandes Cultures	39,8	74,0	87,3	94,2	102,5	11,5%
Potagères	80,2	76,9	85,1	90,7	96,7	7,9%
Produits de jardin	6,5	-1,8	1,5	1,5	1,5	
Charges non réparties	0,2	-11,4	-11,0	-11,0	-11,0	1,2%
Marge d'exploitation corrigée	10,6%	10,3%	11,4%	11,7%	12,0%	
Grandes Cultures	6,6%	10,2%	11,0%	11,2%	11,5%	
Potagères	15,7%	14,6%	15,4%	15,7%	16,1%	
Produits de jardin	7,9%	-2,2%	1,8%	1,8%	1,8%	
Charges non réparties	20,0%	-876,9%	-846,2%	-846,2%	-846,2%	
Compte de résultat (M€)	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	TMVA 11/14
Chiffre d'affaires	1 191,8	1 338,0	1 429,0	1 502,3	1 576,7	5,6%
<i>Variation</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,3%</i>	<i>6,8%</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,0%</i>	
Croissance organique	9,6%	11,0%	7,5%	5,1%	5,0%	
Excédent brut d'exploitation	276,0	269,0	305,9	325,7	347,5	8,9%
<i>Variation</i>	<i>37,4%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>13,7%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,7%</i>	
Résultat d'exploitation publié	156,7	137,7	162,9	175,4	189,7	11,3%
<i>Variation</i>	<i>43,4%</i>	<i>-12,1%</i>	<i>18,3%</i>	<i>7,7%</i>	<i>8,2%</i>	
Résultat d'exploitation corrigé	126,7	144,3	162,9	175,4	189,7	9,6%
<i>Variation</i>	<i>15,9%</i>	<i>13,9%</i>	<i>12,9%</i>	<i>7,7%</i>	<i>8,2%</i>	
Marge d'exploitation	10,6%	10,8%	11,4%	11,7%	12,0%	
Résultat financier net	-21,3	-26,3	-16,5	-15,0	-13,5	
Résultat courant avant impôt	105,4	118,0	146,4	160,4	176,2	14,3%
Résultat exceptionnel	30,0	-6,6	0,0	0,0	0,0	
Impôt sur les sociétés	-38,7	-26,1	-42,2	-46,2	-50,7	
Amt. / dep. survaleurs	-	-	-	-	-	
Résultat des SME	0,6	1,8	1,8	1,8	1,8	
Intérêts minoritaires	-6,3	-6,5	-7,2	-7,9	-8,7	
Résultat net des activités cédées	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Résultat net part du groupe	91,0	80,6	98,8	108,1	118,7	13,8%
<i>Variation</i>	<i>67,9%</i>	<i>-11,4%</i>	<i>22,6%</i>	<i>9,4%</i>	<i>9,8%</i>	
RNPG corrigé	69,5	85,7	98,8	108,1	118,7	11,5%
<i>Variation</i>	<i>15,1%</i>	<i>23,2%</i>	<i>15,3%</i>	<i>9,4%</i>	<i>9,8%</i>	
Tableau de financement (M€)	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	TMVA 11/14
MBA	167,0	225,7	249,0	266,3	285,1	8,1%
Investissements nets	-148,0	-168,0	-174,3	-186,6	-183,9	3,1%
Diminution (Augmentation) du BFR	-11,9	-67,0	-45,0	-25,7	-26,0	
Cash-flow disponible	7,1	-9,3	29,7	54,1	75,2	ns
Investissements financiers	17,0	-13,0	0,0	0,0	0,0	
Distribution	-35,0	-30,3	-32,7	-36,6	-41,0	10,6%
Augmentation de capital	-11,5	55,7	0,0	0,0	0,0	
Produits de cessions	-	-	-	-	-	
Divers	0,4	-48,7	0,0	0,0	0,0	
Augmentation (Diminution) de la trésorerie	-22,0	-45,6	-3,0	17,5	34,2	
Endettement net	270,2	315,7	318,7	301,3	267,1	
Gearing	26,1%	28,1%	26,7%	23,6%	19,6%	

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.

* Jusqu'au 30/04/2010, les recommandations de Natixis portaient sur les 6 prochains mois et étaient définies comme suit :

Acheter	Potentiel de hausse supérieure à 15% par rapport au marché assorti d'une grande qualité des fondamentaux.
Renforcer	Potentiel de hausse de 0 à 15% avec un niveau de risque élevé
Alléger	Potentiel de baisse de 0 à 15%
Vendre	Potentiel de baisse supérieure à 15% et/ou avec des risques très élevés sur les fondamentaux industriels et financiers.

A compter du 1/05/2010, 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 11/10/2012, 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	43,56%	2,19%
Neutre	41,37%	0,55%
Alléger	13,70%	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 tenue 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 (ACP) 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 il est agréé.

Ce document de recherche est distribué depuis le Royaume Uni par Natixis, Succursale de Londres, qui est reconnue par l'ACP et réglementée par la « Financial Services Authority » pour ses activités au Royaume Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce la FSA peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

La communication / distribution de ce document en Allemagne est réalisée / sous la responsabilité de Natixis, Succursale d'Allemagne. Natixis est agréée par l'ACP et réglementée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour la conduite de ses activités en Allemagne.

Natixis est agréée par l'ACP 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'ACP 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.