

Vranken-Pommery Monopole

Cap précisé sur le désendettement

VPM a tenu jeudi 3 juin son assemblée générale ordinaire et extraordinaire. Nous retenons 3 points marquants, le principal étant la quantification de l'objectif de désendettement.

AG du 03/06/21

Changement d'estim^o : non

Cours (€) : 18,0

Capitalisation (M€) : 160

Dette nette 2020 (M€) : 685

Flottant : 28,1%

Mnémonique : VRAP

Clôture du : 04/06/2021

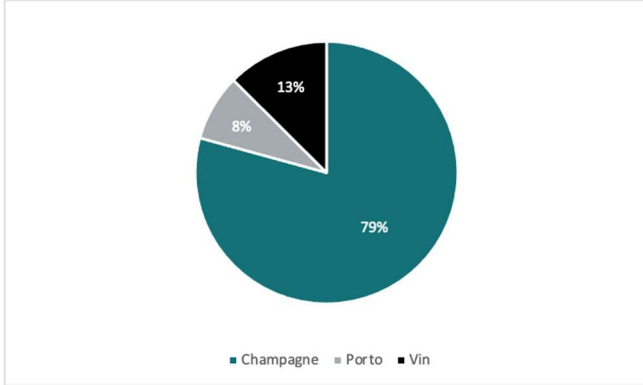
- **Adoption du statut d'entreprise à mission.** En ligne avec son engagement ancien en termes de RSE, le groupe s'est doté de la mission suivante: « Promouvoir la plus grande qualité des Champagnes et vins produits partout dans le Monde, tout en mobilisant l'écosystème dans lequel la Société évolue (sociétés de son groupe, collaborateurs, partenaires, clients, actionnaires), pour la protection de l'environnement et de la biodiversité, le développement durable et la préservation de l'identité des terroirs et de la spécificité et de la qualité de leurs produits. » Elle est déclinée en 9 objectifs et dotée d'un comité de mission. VPM est la première société de champagne à adopter ce statut initié par la Loi Pacte. Au T1 2021 il y avait 154 entreprises à mission (source: Observatoire des sociétés à mission).
- **Activité très soutenue depuis le début de l'année.** La publication de LVMH avait donné le ton avec une progression de 22% des ventes de champagne au T1 2021. VPM ne publie pas de CA trimestriel mais a indiqué que ses ventes étaient en forte hausse à l'image des données du CIVC: France +16/+18%, international +30/+40%. L'effet de base 2020 étant très favorable il est important de noter que les expéditions de VPM en ytd sont supérieures à celles de 2019. La saisonnalité des ventes, la réouverture tardive et partielle du off-trade ainsi que les inconnues demeurant sur les flux touristiques post-pandémie expliquent, selon nous, le maintien d'une attente de CA à +5% en 2021 qui apparaît cependant de plus en plus conservatrice.
- **Clarification des objectifs à moyen terme.** Pour la première fois, le groupe a quantifié ses objectifs financiers à moyen terme (i.e. 3 ans selon nous): 1/ CA de l'ordre de 300M€ conforme à son niveau historique mais avec un mix produit profondément modifié. Cette perspective est à mi-chemin de notre scénario central (275M€) et de notre scénario optimiste (337M€). Nous ne modifions pas nos prévisions à ce stade. 2/ baisse de l'endettement de 150M€. Le groupe avait fait du désendettement son objectif depuis plusieurs années sans l'avoir chiffré. L'analyse de la réduction de ses approvisionnements nous avait amené à quantifier la baisse potentielle à 160M€ dans notre étude «Changement de Cap» du 04/06/21. Le consensus, hors Theia Recherche, reste très loin de cette attente puisqu'en 2022e la moyenne attendue est de 683 M€ vs 567M€ pour notre estimation.

Boursièrement, la part de la réduction de l'endettement qui n'est pas dans le consensus (soit environ 100 M€ sur 150 M€), devrait se traduire, au fur et à mesure de sa concrétisation, par l'appréciation de la capitalisation. Cela représente un potentiel de hausse de 67% en 3 ans soit un cours 30€ qui amènerait le PE 2023^e à 17,2x et le VE/EBE 2023^e à 15,4x : des multiples inférieurs à ceux affichés au cours actuel sur les attentes du consensus pour 2022^e (hors TR) de respectivement 19,3x et 20,5x (source Factset).

RECHERCHE SPONTANEE

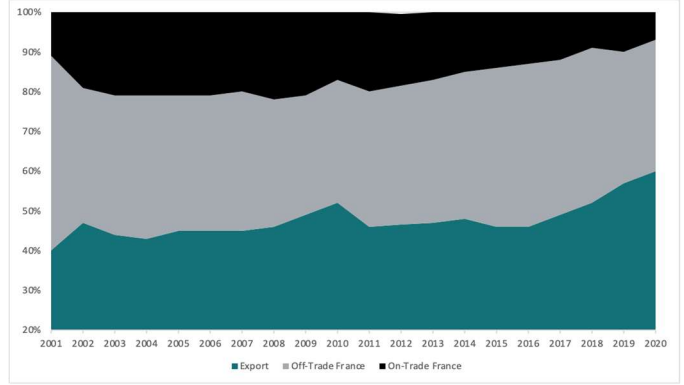
VPM en un clin d'œil

Graphique 1: Activités de VPM 2020



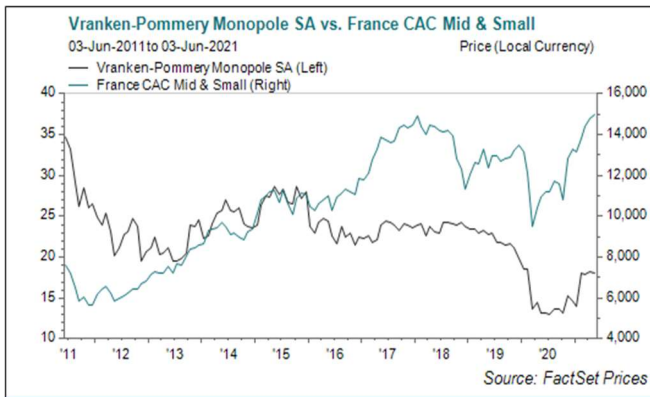
Source : VPM

Graphique 2: Répartition des ventes sur 10 ans

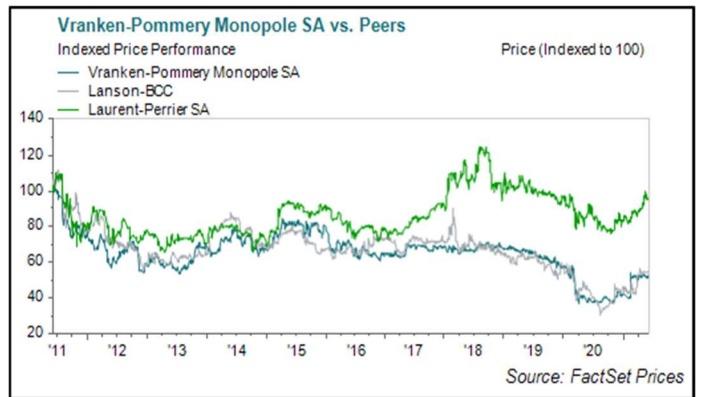


Source : VPM

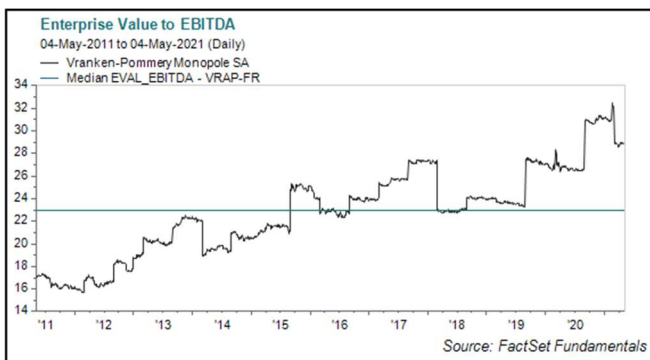
Graphique 3: Cours sur 10 ans



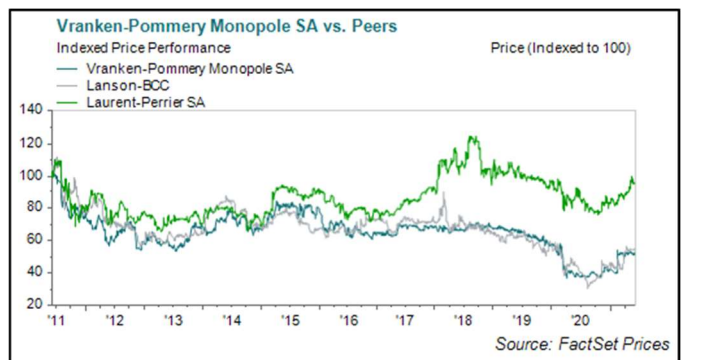
Graphique 4: VPM et ses comparables sur 10 ans



Graphique 5: EV/ EBITDA 12m glissant sur 10 ans



Graphique 2: PE 12m glissant sur 10 ans



Compte de résultats M€	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Chiffre d'affaires	364,4	339,6	326,1	315,1	322,9	296,6	300,1	300,2	300,4	274,6	244,0	256,0	270,3	275,3
Variation	35,1%	-6,8%	-4,0%	-3,4%	2,5%	-8,1%	1,2%	0,0%	0,1%	-8,6%	-11,1%	4,9%	5,6%	1,8%
Croissance organique (%)												4,7%	5,9%	1,9%
Excédent brut d'exploitation	48,4	43,3	42,0	44,3	41,8	37,5	33,1	37,1	37,2	38,9	33,7	50,8	54,3	51,5
Variation	14,2%	-10,5%	-3,1%	5,6%	-5,8%	-10,3%	-11,7%	12,0%	0,4%	4,5%	-13,3%	50,7%	6,8%	-5,1%
Amortissement	10,0	6,1	9,0	11,0	10,7	10,0	9,0	10,8	10,5	14,6	14,9	15,0	15,0	15,0
Résultat d'exploitation publié	38,4	37,3	33,0	33,3	31,0	27,5	24,1	26,2	26,7	24,3	18,8	35,8	39,3	36,5
Variation	24,1%	-2,9%	-11,4%	0,8%	-6,8%	-11,4%	-12,4%	8,9%	1,8%	-9,0%	-22,7%	90,5%	9,6%	-7,1%
Résultat d'exploitation corrigé	38,0	35,0	29,7	32,7	49,5	20,6	21,0	21,8	23,1	20,3	18,0	32,7	36,2	33,4
Variation	-10,1%	-8,0%	-15,0%	10,1%	51,1%	-58,4%	2,0%	4,0%	5,9%	-12,1%	-11,7%	82,2%	10,5%	-7,7%
Marge d'exploitation (%)	10,4%	10,3%	9,1%	10,4%	15,3%	6,9%	7,0%	7,3%	7,7%	7,4%	7,4%	12,8%	13,4%	12,1%
Résultat financier net	-17,2	-19,0	-19,4	-20,4	-20,4	-17,4	-17,5	-19,4	-19,5	-19,3	-17,3	-16,3	-14,8	-13,6
Résultat courant avant impôt	21,2	18,3	13,6	12,9	10,6	10,1	6,6	6,9	7,2	5,0	1,5	19,5	24,4	22,8
Résultat exceptionnel	-0,4	-2,3	-3,3	-0,6	18,4	-6,9	-3,1	-4,4	-3,6	-4,0	-0,8	-3,1	-3,1	-3,1
Impôt sur les sociétés	-6,2	-7,1	-4,4	-4,2	-2,2	-0,8	1,8	5,4	-0,1	-0,8	-0,2	-5,5	-6,8	-6,4
Résultat des SME	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	1,7	0,7	0,9	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Intérêts minoritaires	0,0	-0,1	0,0	-0,2	-1,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Résultat net part du groupe	14,7	8,8	6,0	7,8	25,8	3,8	6,0	8,7	3,3	0,1	0,2	10,9	14,4	13,3
RNPG corrigé	14,7	10,5	8,4	8,3	12,5	8,8	8,2	11,9	5,9	2,9	0,8	13,1	16,6	15,5
Variation	-19,5%	-28,5%	-20,2%	-1,2%	51,9%	-29,8%	-6,7%	44,2%	-50,2%	-50,1%	-71,3%	NS%	27,0%	-6,9%
Tableau de financement M€	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
MBA	24,7	15,0	14,9	19,2	37,7	12,3	14,2	18,7	14,0	14,8	15,4	26,0	29,5	28,3
Investissements industriels	-11,2	-6,6	-13,3	-7,9	-7,7	-10,2	-10,3	-17,5	-13,5	-7,9	-11,2	-11,2	-11,2	-11,2
Variation du BFR	13,0	2,9	-48,0	-19,5	19,2	8,7	-32,2	2,9	-29,2	-26,2	24,2	47,2	45,2	31,8
Cash flow disponible	26,5	11,3	-46,4	-8,3	49,2	10,8	-28,2	4,1	-28,7	-19,3	28,3	61,9	63,4	48,9
Investissements financiers	0,0	0,3	0,2	0,2	0,0	0,2	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Distribution	-7,6	-7,0	-7,0	-7,1	-7,0	-8,9	-7,1	-7,1	-7,1	-7,1	0,0	0,0	-7,1	-7,1
Augmentation de capital	0,0	0,0	41,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Produits de cessions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	43,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Divers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5	0,0	0,0	0,0
Variation de la trésorerie	18,8	4,6	-11,4	-15,2	42,2	2,1	-36,4	40,2	-35,8	-26,4	26,8	61,9	56,3	41,8
Endettement net	551,8	547,9	625,4	621,6	618,2	626,4	651,5	618,9	647,7	712,1	685,3	623,3	567,0	525,2
Bilan M€	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Immobilisations nettes	377,9	374,7	463,2	446,1	448,2	449,1	456,4	463,6	467,3	508,2	504,7	490,3	490,0	487,2
dont survaleur	0,0	0,0	29,5	24,8	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5	24,5
Immobilisations financières	28,2	30,3	34,2	27,2	67,0	67,5	47,1	7,3	3,8	3,6	3,8	3,8	3,8	3,8
BFR	523,7	520,8	568,8	588,4	569,2	560,5	592,7	589,8	619,0	645,3	621,1	573,9	528,7	496,9
Fonds propres ensemble	311,1	307,2	350,3	352,9	377,2	366,2	371,1	372,1	376,2	373,6	372,6	372,8	383,7	391,0
dont part du groupe	298,5	295,5	338,6	340,8	363,3	361,4	366,3	368,1	372,2	369,3	368,2	368,5	379,3	386,6
Provisions	66,9	70,6	90,4	87,5	88,9	84,6	73,6	69,7	66,1	71,4	71,8	71,8	71,8	71,8
Endettement net	551,8	547,9	625,4	621,6	618,2	626,4	651,5	618,9	647,7	712,1	685,3	623,3	567,0	525,2

Données par action €	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Nombre de titres à la cote (milliers)	6 700	6 700	8 937	8 937	8 937	8 937	8 937	8 937	8 937	8 937	8 937	8 937	8 937	8 937
Nombre de titres dilué (milliers)	6 700	6 700	8 879	8 879	8 878	8 878	8 877	8 876	8 876	8 875	8 880	8 880	8 880	8 880
BPA publié	2,19	1,32	0,67	0,88	2,89	0,43	0,67	0,97	0,37	0,01	0,03	1,22	1,61	1,48
BPA corrigé	2,19	1,56	0,94	0,93	1,41	0,99	0,93	1,34	0,66	0,33	0,09	1,48	1,87	1,74
Survaleur	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash flow	3,68	2,24	1,68	2,16	4,24	1,39	1,60	2,11	1,58	1,67	1,73	2,92	3,32	3,19
Dividende net	1,05	1,05	0,80	0,80	0,79	1,00	0,80	0,80	0,80	0,80	0,00	0,00	0,80	0,80
Taux de distribution	48%	80%	120%	91%	27%	234%	119%	82%	215%	9410%	0%	0%	50%	54%
Fonds propres	44,6	44,1	38,1	38,4	40,9	40,7	41,3	41,5	41,9	41,6	41,5	41,5	42,7	43,5
Ratios financiers	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Rex (% du CA)	10,5%	11,0%	10,1%	10,6%	9,6%	9,3%	8,0%	8,7%	8,9%	8,9%	7,7%	14,0%	14,5%	13,3%
Rex corrigé (% du CA)	10,4%	10,3%	9,1%	10,4%	15,3%	6,9%	7,0%	7,3%	7,7%	7,4%	7,4%	12,8%	13,4%	12,1%
Taux d'imposition apparent	29,6%	44,3%	42,3%	34,2%	7,5%	25,9%	-51,5%	-223,0%	1,8%	76,8%	28,0%	33,3%	32,1%	32,4%
Marge nette	4,0%	2,6%	1,8%	2,6%	8,3%	0,8%	1,7%	2,6%	1,2%	0,1%	0,2%	4,3%	5,4%	4,8%
Rentabilité des fonds propres	4,9%	3,0%	1,8%	2,3%	7,1%	1,1%	1,6%	2,4%	0,9%	0,0%	0,1%	2,9%	3,8%	3,4%
Rentabilité capitaux investis	3,0%	2,8%	2,1%	2,3%	3,5%	1,5%	1,4%	1,5%	1,5%	1,3%	1,1%	2,2%	2,6%	2,4%
Capitaux investis	902	895	1 032	1 035	1 017	1 010	1 049	1 053	1 086	1 153	1 126	1 064	1 019	984
Couverture des frais financiers (x)	2,2	1,8	1,5	1,6	2,4	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1	1,0	2,0	2,4	2,4
Dettes/EBE (x)	11,4	12,6	14,9	14,0	14,8	16,7	19,7	16,7	17,4	18,3	20,3	12,3	10,4	10,2
Gearing	177%	178%	179%	176%	164%	171%	176%	166%	172%	191%	184%	167%	148%	134%
BFR (% du CA)	144%	153%	174%	187%	176%	189%	197%	196%	206%	235%	255%	224%	196%	180%
Survaleur (% des fonds propres)	0,0%	0,0%	8,7%	7,3%	6,7%	6,8%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,3%
Investissements industriels (% du CA)	3,1%	1,9%	4,1%	2,5%	2,4%	3,4%	3,4%	5,8%	4,5%	2,9%	4,6%	4,4%	4,2%	4,1%
Ratios boursiers	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
VE/CA (x)	1,8	2,0	2,4	2,5	2,4	2,7	2,7	2,6	2,7	3,2	3,5	3,1	2,7	2,5
VE/EBE (x)	13,9	15,4	18,7	17,6	18,6	21,0	24,5	21,0	21,7	22,4	25,1	15,4	13,4	13,3
VE/Rex corrigé (x)	17,7	19,1	26,4	23,9	15,7	38,3	38,7	35,7	34,9	42,9	47,1	24,0	20,1	20,5
Cours/Fonds propres par action (x)	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Cours/Cash flow (x)	4,9	8,0	10,7	8,3	4,2	13,0	11,2	8,5	11,4	10,8	10,4	6,2	5,4	5,6
Free cash low yield (%)	21,9%	9,4%	-28,8%	-5,2%	30,6%	6,7%	-17,5%	2,5%	-17,8%	-12,0%	17,6%	38,5%	39,4%	30,4%
Rendement net (%)	5,8%	5,8%	4,4%	4,4%	4,4%	5,6%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	0,0%	0,0%	4,4%	4,4%
PE corrigé (x)	8,2	11,5	19,1	19,3	12,7	18,1	19,4	13,5	27,1	54,3	189,5	12,2	9,6	10,3
PE publié (x)	8,2	13,7	26,9	20,5	6,2	42,1	26,9	18,5	48,4	2116,7	684,5	14,8	11,2	12,1

Risque de conflits d'intérêts

Nature	
Contrat de conseil de quelque nature que ce soit	Non
Contrat de recherche	Non
Prise de participation par Theia Recherche ou l'auteur de l'étude	Non
Relecture par la société	Non
Autre	Theia Recherche a sollicité la société pour la signature d'un contrat de recherche

Disclaimer

Cette publication a été rédigée par Theia Recherche. Elle est délivrée à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une sollicitation d'ordre d'achat ou de vente des valeurs mobilières qui y sont mentionnées. La présente publication ne constitue pas et ne saurait en aucun cas être considérée comme constituant une offre au public, ni comme une sollicitation du public relative à une offre quelle qu'elle soit.

Ce document (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Theia Recherche, ni ses agents ou conseils, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

L'information contenue dans cette publication ainsi que toutes les opinions qui y sont reprises, sont fondées sur des sources présumées fiables. Cependant Theia Recherche ne garantit en aucune façon l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations et personne ne peut s'en prévaloir. Toutes les opinions, projections et/ou estimations contenues dans cette publication reflètent le jugement de Theia Recherche à la date de celle-ci et peuvent être sujettes à modification sans notification.

Il est possible que Theia Recherche ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s). Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par Theia Recherche de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11(3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement)(Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions.

De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des Etats-Unis est interdit

Aucune partie de la présente publication ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord de Theia Recherche.



Theia Recherche a été créée en 2021 avec pour objectif de devenir le premier pure player français de la recherche sponsorisée. Notre mission est de fournir aux petites et moyennes valeurs françaises une couverture de recherche utile aux investisseurs

Theia Recherche donne du sens à la cotation des valeurs petites et moyennes grâce à une recherche produite aux plus hauts standards de qualité et d'indépendance. La structure de nos analyses a été réfléchié en partenariat avec des investisseurs spécialistes des valeurs moyennes pour correspondre à leurs besoins.

Être coté en bourse sans être suivi par des analystes financiers revient à supporter toutes les contraintes et les coûts de la cotation sans en tirer aucun avantage. Pour transformer ce coût en valeur, l'information émise par la société doit être analysée, traduite en prévision de flux futurs et retranscrite dans une « equity story » crédible pour les investisseurs.

La recherche sponsorisée est payée par les émetteurs. Elle apporte une solution au financement d'une recherche de qualité pour des sociétés de moins en moins suivies de façon spontanée et de manière de plus en plus irrégulière.

www.theia-recherche.com