

Vranken-Pommery Monopole

Marge brute en trompe l'œil en 2021

Pour saisir les opportunités de marché fin 2021, le groupe a dopé ses achats en produits finis et semi-finis. Ce choix, ainsi que celui d'anticiper la facturation du quart du déblocage de la réserve qualitative, a pesé lourdement sur la marge brute. La poursuite de l'amélioration du mix devrait se retrouver dans la marge en 2022 même si le solde de la facturation du déblocage pèsera encore sur les achats.

Publication DEU

Changement d'estim^o : oui

Cours (€) : 17,4

Capitalisation (M€) : 154,5

Dette nette 2021 (M€) : 655

Flottant : 28,1%

Mnémonique : VRAP

Clôture du : 05/05/2022

RECHERCHE SPONTANEE

- **Hiatus apparent entre le taux de marge et l'amélioration du mix en 2021.** La publication des résultats annuels le 31 mars nous avait surpris par le décalage entre des ventes en hausse de 23% à 300M€ au total (dont +32,5% pour l'activité champagne tirée à la fois par les volumes (19%) et le mix (14,6%)) et un taux de marge brute en baisse sensible à 47,4% vs 51,6% en 2020. La publication du Document d'enregistrement universel le 14 avril et plusieurs échanges avec la société nous ont permis de comprendre les causes de ce hiatus apparent. Un an, jour pour jour, après notre étude d'initiation de couverture, nous détaillons ici les facteurs qui permettent de comprendre cette marge brute en trompe l'oeil et mettons à jour nos prévisions.
- **Un poste achats exceptionnel à plus d'un titre.** Alors que plusieurs facteurs concourraient à nous faire anticiper en 2021 une baisse sensible du poste achats (plein effet de la baisse des surfaces d'approvisionnement amplifié par la mauvaise récolte de 2021), la très bonne tenue des ventes a, paradoxalement, provoqué une forte hausse d'achats que l'on peut qualifier d'exceptionnels : 1/ le choix de comptabiliser un quart du déblocage des réserves décidé par la profession suite à la mauvaise récolte a pesé pour environ 9M€ 2/ l'achat de vins clairs pour environ 1 million de bouteilles (c10M€) et, surtout, 3/ l'approvisionnement en vins en fin de vieillissement présents dans les stocks de la Compagnie Vranken (principal actionnaire du groupe et son fournisseur d'approvisionnement pour environ 160ha) pour 20,8M€ et d'autres fournisseurs en vins sur latte. Il y a donc eu d'un côté une baisse des facturations de raisins que nous estimons à environ 16M€, pour c80M€ au total, comme attendu et de l'autre, une hausse, inattendue, des achats de produits finis et semi-finis pour environ 37M€. Les stocks ont été également plus sollicités que d'habitude avec une variation de 27,8M€ vs 12,4M€ en 2020. Les achats hors raisins ont également été impactés par l'inflation des matières sèches (carton et verre notamment) pour s'établir à environ 10M€ vs 6,5M€ en 2020 selon nous. **Au total, le poste achats au sens large s'est donc envolé de 34% à 161,4M€, bien au-delà de notre estimation de 126M€. Face à la forte hausse de la demande notamment au dernier trimestre, le groupe a en effet pris le parti de la satisfaire pour « occuper le terrain » commercialement.** Ces ventes ont donc permis de

prendre des positions à un bon niveau de prix/mix pour les prochaines années même si la marge ne en a été affectée en 2021 bien au-delà de ce que nous avons imaginé.

Tableau 1: Estimation des éléments du poste achats

M€	2020	2021
Variation de stocks (donnée publiée)	12,4	27,8
Comptabilisation du quart du déblocage (est.)	0	9,3
Achat hors raisin/vins (est.)	6,2	10
75% de la récolte n-1 (2020 rdt 8400 sur 1350 ha avec un prix de 7,2€/kg) + 25% de la récolte n (2021 rdt 7000 sur 1400 ha avec un prix de 7,6) (est.)	96	79,7
Achats de vins clairs, sur latte et terminés (est.)	6,5	34,6
Total (donnée publiée)	121	161,4

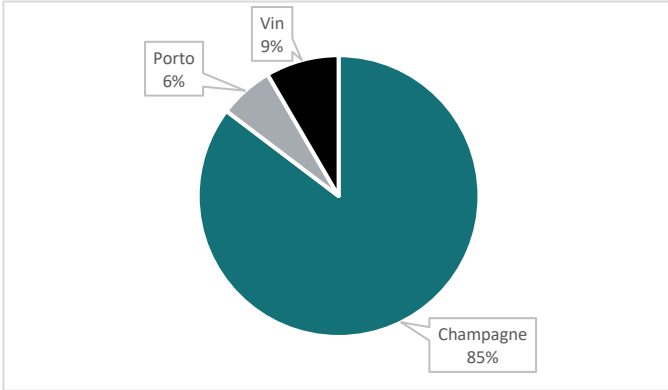
Source: VPM, estimationsTheia Recherche

- Nous avons révisé nos chiffres pour prendre en compte cette nouvelle base et ses conséquences.** A ce jour les ventes de champagne restent bien orientées (autour de +20% au T1 22) mais le groupe nous a indiqué vouloir contenir ses volumes en dessous de 16 millions de bouteilles soit une quasi stabilité. Il a publiquement communiqué sur une hausse des ventes supérieure à 5% ce qui confirme la poursuite attendue de l'amélioration du prix/mix. La marge sera une fois encore conditionnée par les achats. Le groupe dispose des bouteilles nécessaires pour les expéditions prévues ce qui exclut, a priori, le recours à autant d'achat de produits finis et semi-finis. Malgré la légère remontée des surfaces d'approvisionnement (1430ha vs 1400ha en 2021 et 1350ha en 2020), la hausse probable du rendement de la récolte 2022 et du prix du raisin, les achats liés à la récolte devraient, selon nous, progresser modérément en raison de l'inertie propre au mode de facturation (en 2022 le groupe sera facturé de 75% de la faible récolte 2021 et de 25% de la récolte, a priori « normale », de 2022). En revanche, ce qui impactera fortement le poste achat sera le solde de facturation du déblocage pour environ 27M€. Au total nous attendons un recul du poste achats et variation des stocks à 153,5M€ vs 161,4M€. Combiné à la progression des ventes en valeur, la marge brute devrait progresser de 17% à 167M€ avec un gain de près de 490pb à 52,3%. Un taux historiquement déjà atteint à plusieurs reprises mais qui recèle encore un potentiel de progression si le mix continue de s'améliorer dans des volumes maîtrisés.
- Baisse de l'endettement confirmée mais à un rythme plus modéré que nous ne l'anticipions.** Nous avons insisté dans l'analyse du modèle de Vranken Pommery faite dans notre étude d'initiation de mai 2021 sur le fort impact de la stratégie menée sur la baisse de l'endettement (réduction des approvisionnements / amélioration du mix). Force est de constater que l'endettement s'est réduit (-31M€ en 2021), et continuera de se réduire, à un rythme sans doute moins rapide que ce que nous escomptions. Cela ne nous semble pas remettre en cause l'ampleur du désendettement à moyen terme : lors de sa dernière AG en juin 2021, le groupe avait chiffré son ambition à 150M€ « à moyen terme » vs 160M€ dans notre estimation initiale. Nos nouvelles estimations aboutissent à un étagement de ce montant sur 5 ans au lieu de 3 avec un rythme de baisse annuelle d'environ 30M€.

En termes de ventes, le scénario le plus optimiste de notre étude d'initiation a été rejoint par la réalité en 2021. Le groupe semble aujourd'hui vouloir maîtriser ses ventes pour orienter ses ressources vers les marques les mieux margées. Toutes choses égales par ailleurs, les prochaines années devraient donc être marquées par une progression des marges brutes et opérationnelles qui seront à l'origine de la poursuite du désendettement.

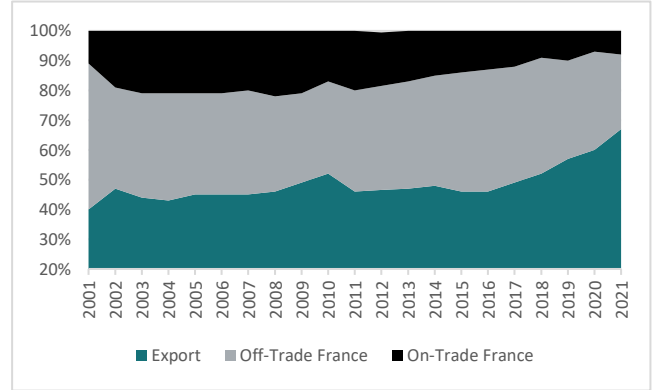
VPM en un clin d'œil

Graphique 1: Activités de VPM 2021



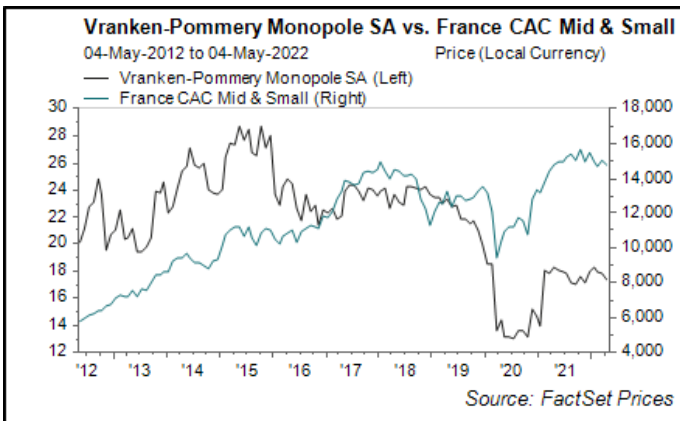
Source : VPM

Graphique 4 : Répartition des ventes sur 10 ans

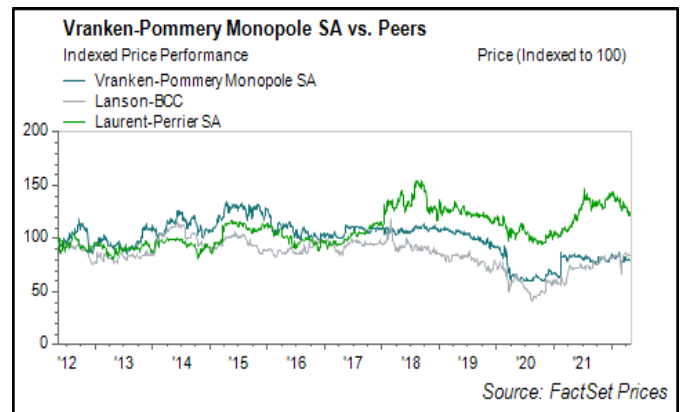


Source : VPM

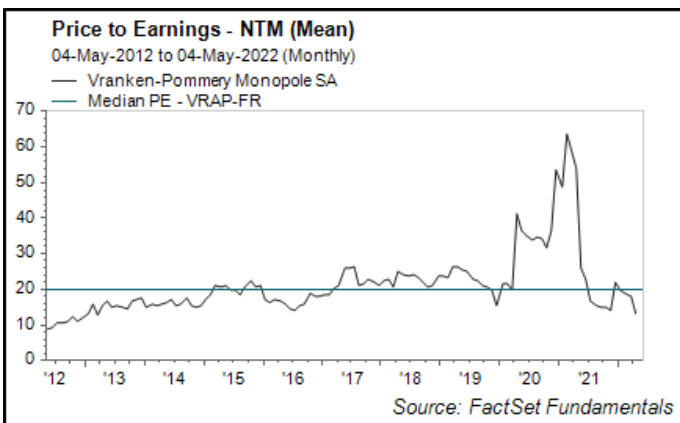
Graphique 2: Cours sur 10 ans



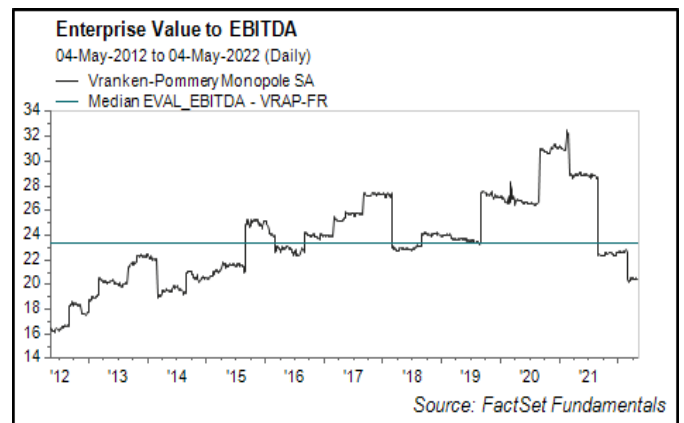
Graphique 5



Graphique 3: PE 12m glissant sur 10 ans



Graphique 6: VE/EBITDA 12m glissant sur 10 ans



Compte de résultats (M€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	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	301,2	319,2	333,9
Variation	35,1%	-6,8%	-4,0%	-3,4%	2,5%	-8,1%	1,2%	0,0%	0,1%	-8,6%	-11,1%	23,5%	6,0%	4,6%
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	48,1	57,8	66,1
Variation	14,2%	-10,5%	-3,1%	5,6%	-5,8%	-10,3%	-11,7%	12,0%	0,4%	4,5%	-13,3%	42,7%	20,2%	14,3%
Amortissement	10,0	6,1	9,0	11,0	10,7	10,0	9,0	10,8	10,5	14,6	14,9	15,6	15,6	15,6
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	32,5	42,2	50,4
Variation	24,1%	-2,9%	-11,4%	0,8%	-6,8%	-11,4%	-12,4%	8,9%	1,8%	-9,0%	-22,7%	72,6%	30,0%	19,6%
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	28,8	39,6	47,8
Variation	-10,1%	-8,0%	-15,0%	10,1%	51,1%	-58,4%	2,0%	4,0%	5,9%	-12,1%	-11,7%	60,4%	37,4%	20,8%
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%	9,6%	12,4%	14,3%
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	-17,7	-17,2	-16,7
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	14,7	25,0	33,8
Résultat exceptionnel	-0,4	-2,3	-3,3	-0,6	18,4	-6,9	-3,1	-4,4	-3,6	-4,0	-0,8	-3,6	-2,6	-2,6
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	-2,4	-7,0	-9,5
Amortissement des survaleurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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	-0,4	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	0,0	0,0	0,0
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	8,3	15,4	21,7
Variation	-19,5%	-39,7%	-32,3%	31,1%	229,2%	-85,2%	56,6%	45,0%	-61,7%	-97,7%	209,2%	3437,9%	85,1%	41,0%
RNPG corrigé	14,7	10,5	8,4	8,3	12,5	8,8	8,2	11,9	5,9	2,9	0,8	8,3	15,4	21,7
Variation	-19,5%	-28,5%	-20,2%	-1,2%	51,9%	-29,8%	-6,7%	44,2%	-50,2%	-50,1%	-71,3%	885,8%	85,1%	41,0%
Tableau de financement (M€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e
MBA	24,7	15,0	14,9	19,2	37,7	12,3	14,2	18,7	14,0	14,8	11,0	20,2	26,9	33,2
Investissements industriels	-11,2	-6,6	-13,3	-7,9	-7,7	-10,2	-10,3	-17,5	-13,5	-7,9	-11,2	-14,3	-15,0	-15,0
Diminution (Augmentation) du BFR	13,0	2,9	-48,0	-19,5	19,2	8,7	-32,2	2,9	-29,2	-26,2	24,2	21,7	20,6	13,6
Cash flow disponible	26,5	11,3	-46,4	-8,3	49,2	10,8	-28,2	4,1	-28,7	-19,3	24,0	27,6	32,5	31,8
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	1,0	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	2,2	0,0	0,0
Augmentation (Diminution) de la trésorerie	18,8	4,6	-11,4	-15,2	42,2	2,1	-36,4	40,2	-35,8	-26,4	22,5	30,8	25,4	24,7
Endettement net	551,8	547,9	625,4	621,6	618,2	626,4	651,5	618,9	647,7	712,1	685,3	654,6	629,2	604,5
Bilan (M€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e
Immobilisations nettes	377,9	374,7	463,2	446,1	448,2	449,1	456,4	463,6	467,3	508,2	504,7	500,9	504,5	501,7
dont survalueur nette	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
dont survalueur brute	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	9,2	9,2	9,2
BFR	523,7	520,8	568,8	588,4	569,2	560,5	592,7	589,8	619,0	645,3	621,1	599,4	578,8	565,2
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	384,3	392,6	400,9
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	380,0	388,3	396,6
Provisions	66,9	70,6	90,4	87,5	88,9	84,6	73,6	69,7	66,1	71,4	71,8	70,8	70,8	70,8
Endettement net	551,8	547,9	625,4	621,6	618,2	626,4	651,5	618,9	647,7	712,1	685,3	654,6	629,2	604,5

Données par action (€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e
Nombre de titres à la cote (en 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 (en 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	0,93	1,72	2,43
BPA corrigé	2,19	1,56	0,94	0,93	1,41	0,99	0,93	1,34	0,66	0,33	0,09	0,94	1,73	2,44
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	1,24	2,28	3,03	3,74
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%	46%	33%
Fonds propres	44,6	44,1	38,1	38,4	40,9	40,7	41,3	41,5	41,9	41,6	41,5	42,8	43,7	44,7
Ratios financiers														
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%	10,8%	13,2%	15,1%
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%	9,6%	12,4%	14,3%
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%	21,2%	31,2%	30,3%
Marge nette	4,0%	2,6%	1,8%	2,6%	8,3%	0,8%	1,7%	2,6%	1,2%	0,1%	0,2%	2,9%	4,8%	6,5%
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%	2,2%	4,0%	5,5%
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%	1,9%	2,6%	3,2%
Capitaux investis	902	895	1 032	1 035	1 017	1 010	1 049	1 053	1 086	1 153	1 126	1 100	1 083	1 067
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	1,6	2,3	2,9
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	13,6	10,9	9,1
Gearing	177%	178%	179%	176%	164%	171%	176%	166%	172%	191%	184%	170%	160%	151%
BFR (% du CA)	144%	153%	174%	187%	176%	189%	197%	196%	206%	235%	255%	199%	181%	169%
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%	6,4%	6,3%	6,2%
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%	4,7%	4,7%	4,5%
Ratios boursiers														
VE/CA (x)	1,8	2,0	2,4	2,5	2,4	2,6	2,7	2,6	2,7	3,2	3,4	2,7	2,5	2,3
VE/EBE (x)	13,8	15,3	18,6	17,5	18,5	20,9	24,4	20,9	21,6	22,3	24,9	16,8	13,6	11,5
VE/Rex corrigé (x)	17,6	19,0	26,3	23,7	15,6	38,0	38,4	35,5	34,7	42,7	46,8	28,1	19,8	15,9
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)	4,7	7,8	10,3	8,1	4,1	12,5	10,8	8,3	11,0	10,4	14,0	7,6	5,7	4,7
Free cash low yield (%)	22,7%	9,7%	-29,8%	-5,3%	31,6%	7,0%	-18,1%	2,6%	-18,4%	-12,4%	15,4%	17,8%	20,9%	20,5%
Rendement net (%)	6,0%	6,0%	4,6%	4,6%	4,5%	5,7%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	0,0%	0,0%	4,6%	4,6%
PE corrigé (x)	8,0	11,1	18,5	18,7	12,3	17,5	18,8	13,0	26,2	52,5	183,2	18,6	10,0	7,1
PE publié (x)	8,0	13,2	26,0	19,8	6,0	40,7	26,0	17,9	46,8	2046,1	661,7	18,7	10,1	7,2

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.

Depuis la publication de ce document, 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 réfléchiée 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.

A large, faint, stylized graphic of the letter 'T' is centered in the lower half of the page. The 'T' is composed of a horizontal bar and a vertical stem, both in a light teal color that blends with the background. It is positioned behind the website address.

www.theia-recherche.com