

# Présentation

# Sommaire

- 1) Introduction
- 2) Informations générales
- 3) Détails des activités
- 4) Modèle économique
- 5) Rentabilité
- 6) Génération de cash
- 7) Valorisation
  - a. DCF
  - b. Multiples
  - c. AN et DDM
  - d. Transactions précédentes
- 8) Risques
- 9) Conclusion



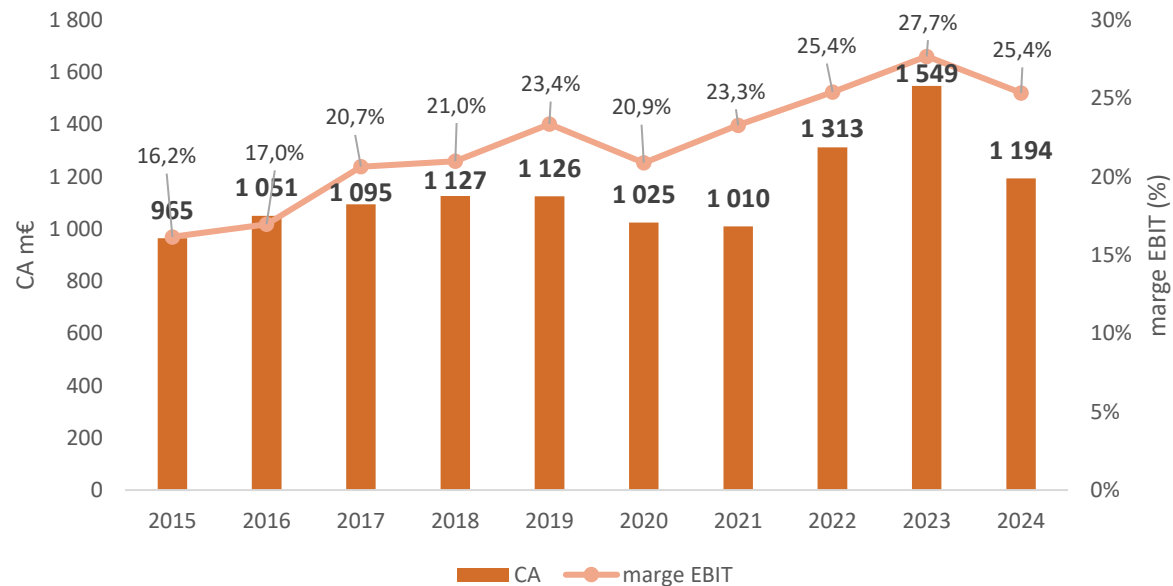
# 1) Introduction

- Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2024, RCO perd 35% et 50% depuis 1 an:
  - potentielles restrictions sur l'import de Cognac EU par la Chine (26% du CA)
  - incertitudes liées à la consommation US & APAC.
  - déstockage
- Cette baisse de prix est-elle justifiée ou est-elle exagérée et permet un point d'entrée / de renfort?

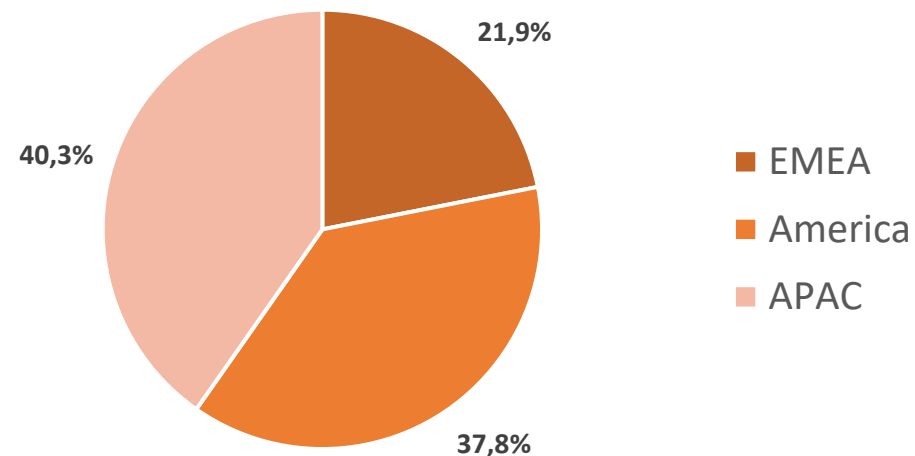
## 2) Informations générales



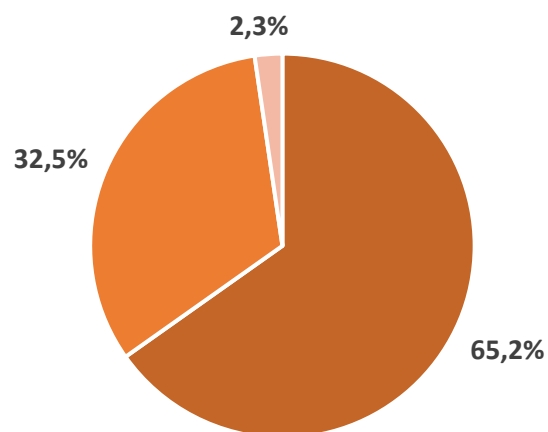
Evolution CA et marge EBIT



Répartition géographique du CA



Répartition du CA par segment



Répartition EBIT par segment

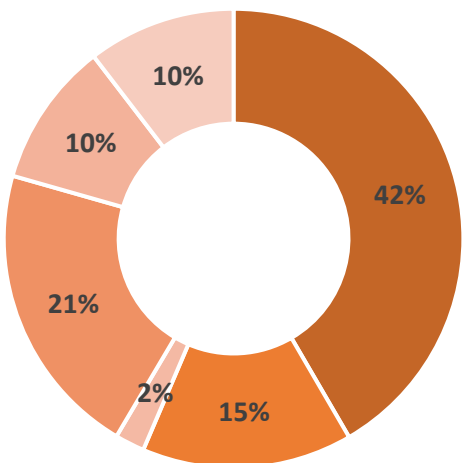


- Capitalisation boursière 3,95 Md €
- Flottant 41%
- CA 2024 1,19 Md €
- Croissance organique moyenne CA 1,7%
- Marge ROC 2024 25,4%
- FCF 2024 -38 m€ (LLM) / 14 m€ (RCO) (soit -3% / 1,2% du CA)
- FCF CAGR 2014-2024 <0

## 2) Informations générales



### Actionnariat



- Orpar (holding HD)
- Récopart (HD + Cointreau)
- Fine Champagne Investissements (coopérative fournisseurs)
- Asset Managers
- Public
- Autres

### COMITÉ EXÉCUTIF AU 31 MARS 2024



- Actionnariat familial à 57% (Hériard Dubreuil et Cointreau) + 2% coopérative fournisseurs eaux de vie (Fine Champagne)
- Divers gestionnaires d'actifs (Néerlandais, Anglais, Américains, Français) pour 21% (APG, BlackRock, Schroders, Citi, Amundi)
- DG Groupe: Éric Vallat depuis 2019
  - HEC, précédemment DG Europe LVMH, Président Dior Japon, DG J.M Weston, PDG Rémy Martin, Responsable division « Fashion et accessoires » Richemont



# 2) Informations générales



## COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AU 31 MARS 2024

La composition du conseil vise un équilibre entre l'expérience, la compétence, l'indépendance et l'éthique, le tout dans le respect d'une représentation équilibrée des femmes et des hommes au sein des conseils d'administration.

Jérôme Bosc  
(censeur)

Caroline Bois  
Hériard Dubreuil  
(Vice-Présidente)

Sonia Bonnet-  
Bernard

Hélène  
Dubrulle

Olivier  
Jolivet

François Hériard  
Dubreuil  
(censeur)

Alain  
Li

Marc  
Verspyck

Marc Hériard  
Dubreuil  
(ORPAR)

Élie  
Hériard  
Dubreuil

Guylaine  
Saucier

Marie-Amélie  
de Leusse  
(Présidente)

Bruno  
Pavlovsky

Laure  
Hériard  
Dubreuil

Dominique  
Hériard Dubreuil  
(censeur)

## COMPOSITION DES COMITÉS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AU 31 MARS 2024

COMITÉ  
AUDIT-FINANCE

4 membres  
75% indépendants

Guylaine Saucier ♦ ★  
Caroline Bois  
Sonia Bonnet-Bernard ♦  
Marc Verspyck ♦

COMITÉ  
NOMINATION-  
RÉMUNÉRATION

4 membres  
50% indépendants

Bruno Pavlovsky ♦ ★  
Caroline Bois  
Olivier Jolivet ♦  
Elie Hériard Dubreuil

COMITÉ RESPONSABILITÉ  
SOCIALE ET  
ENVIRONNEMENTALE

4 membres  
50% indépendants

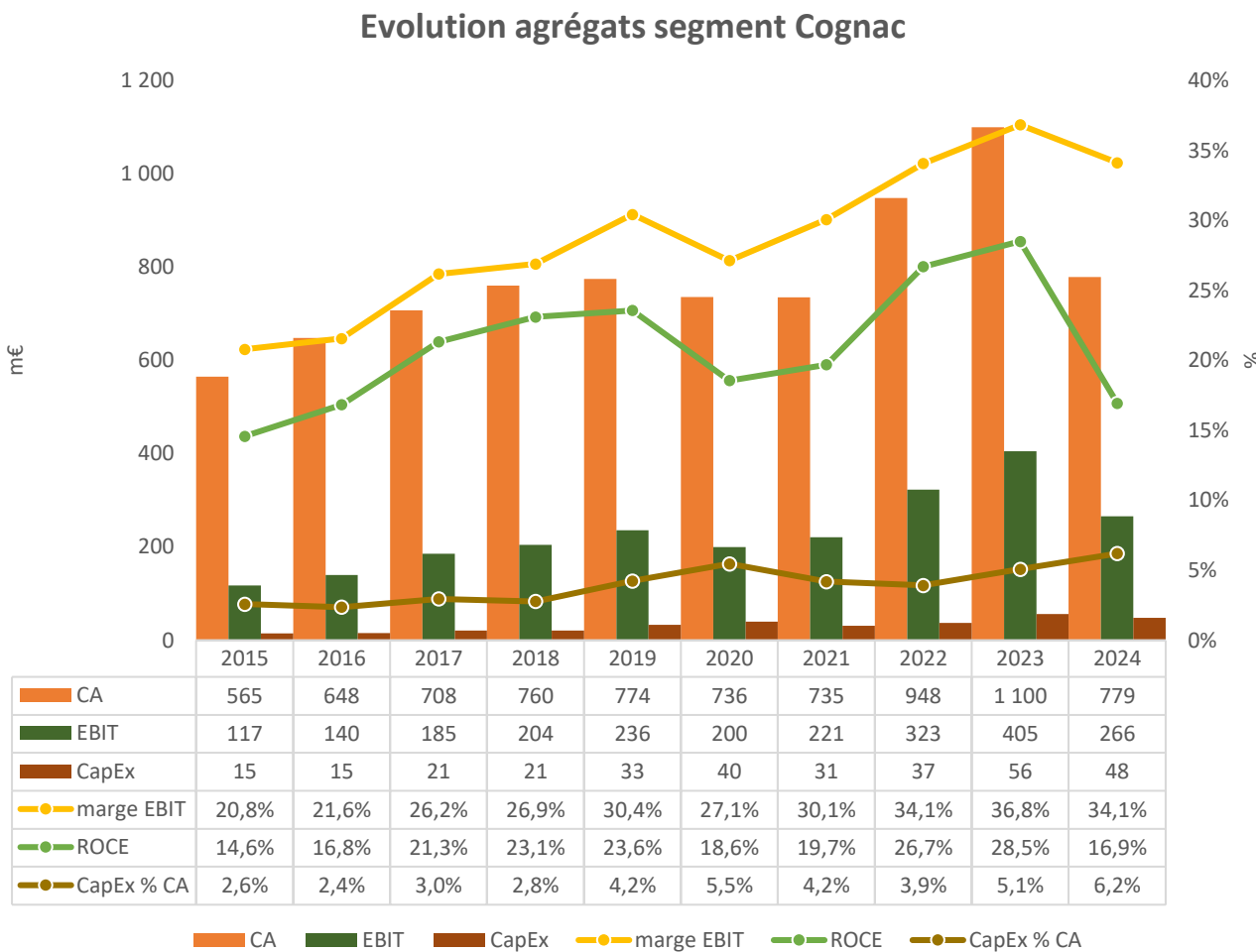
Elie Hériard Dubreuil ★  
Olivier Jolivet ♦  
Hélène Dubrulle ♦  
Dominique Hériard Dubreuil

♦ Administrateur indépendant ★ Président

- 58% d'administrateurs indépendants (hors censeurs)
- 7 ans d'ancienneté moyenne au conseil
- Présidente: Marie-Amélie de Leusse depuis 2023, qui succède à Marc Hériard Dubreuil
  - ESCP, précédemment divers postes chez Rémy Cointreau et Andromède depuis 2010, Responsable assistante chez Rothschild, Analyste SG

# 3) Détails des activités - Cognac

- 65% du CA et 85% de l'EBIT
- Légère décroissance CA 2019-20 -> COVID
- Reprise en 2022 et 2023
  - 2022: +12,5% effet volume, +13,8% effet mix-prix
  - 2023: -9,3% effet volume, + 16,9% effet mix-prix
- Déclin 2024
  - 29,7% effet volume
    - déstockage Chine (reprise – forte que prévue)
    - normalisation conso US (-42% CA)
  - +4,6% effet mix-prix
- Marge d'EBIT -2,7 points
- Croissance CapEx / CA:
  - Investissement sites de production et stockage
- Concurrents: Hennessy (LVMH), Martell (PR), Courvoisier (Suntory) et Rémy Martin (RCO) se partagent 88% du marché mondial du cognac

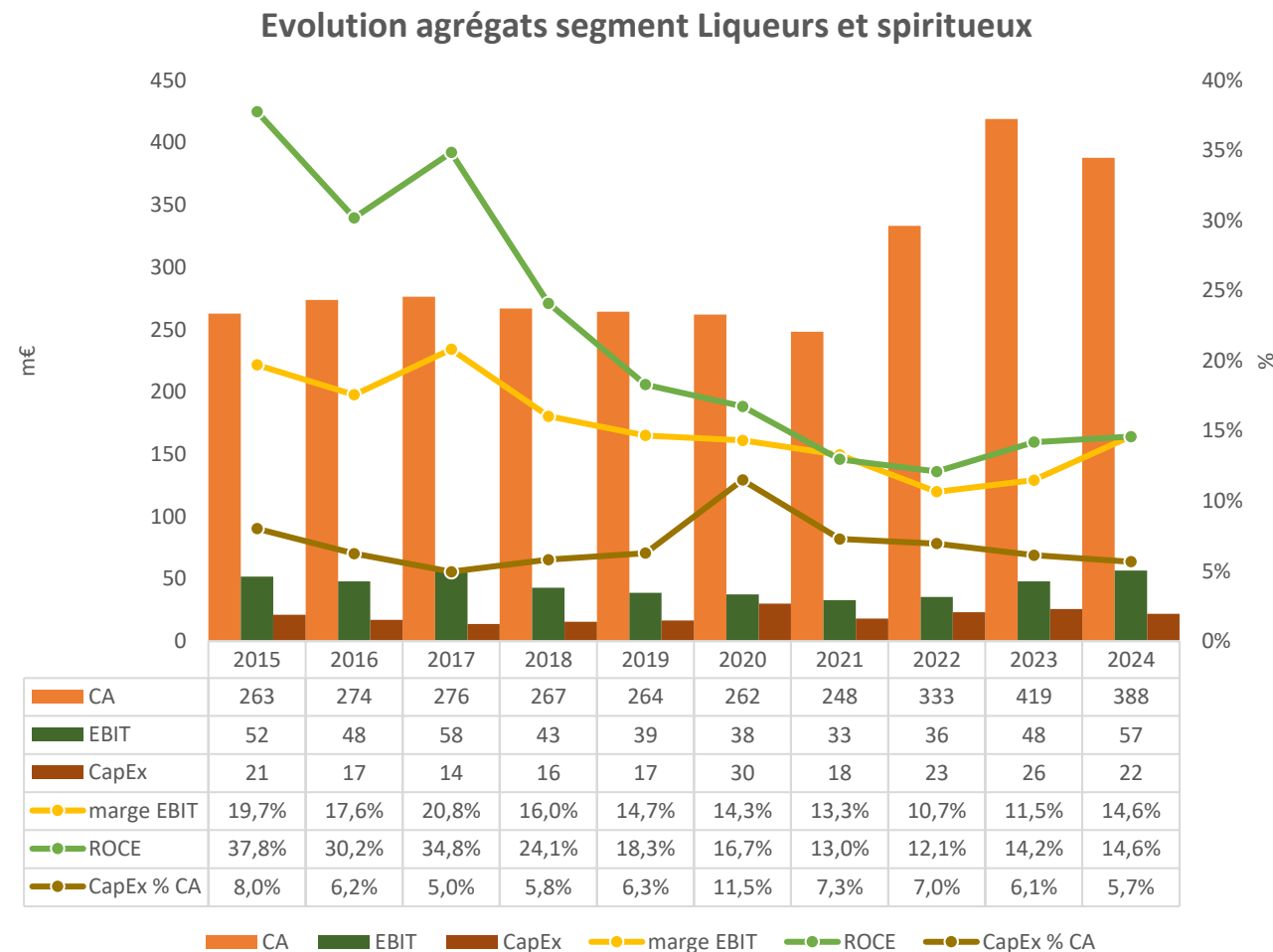


- L'activité Cognac est la plus importante pour RCO: elle représente la majorité de son CA et de son EBIT. C'est également l'activité la mieux margée. Ceci est possible grâce à l'effet mix-prix >0 sur les 3 dernières années même quand les volumes sont en baisse (2024). Ceci résulte de sa stratégie: placement sur les segments haut de gamme qui permettent un pricing power. Bon levier opérationnel.

### 3) Détails des activités – Liqueurs et spiritueux



- 32% du CA et 15% de l'EBIT groupe
- Progression CA 2022:
  - +24,6% effet volume, +7,1% effet mix-prix
- Progression CA 2023:
  - +8,3% effet volume, +10,5% effet mix-prix
- Baisse CA 2024:
  - -6,4% effet volume, +1,8% effet mix-prix
- Erosion marge EBIT car réinvestissement marge brute en dépenses de marketing et communication
  - Cointreau
  - The Botanist (gin)
  - Bruichladdich (whiskey)
- CapEx / CA:
  - Investissement sites de production et stockage
- Concurrence: forte avec de nombreux acteurs

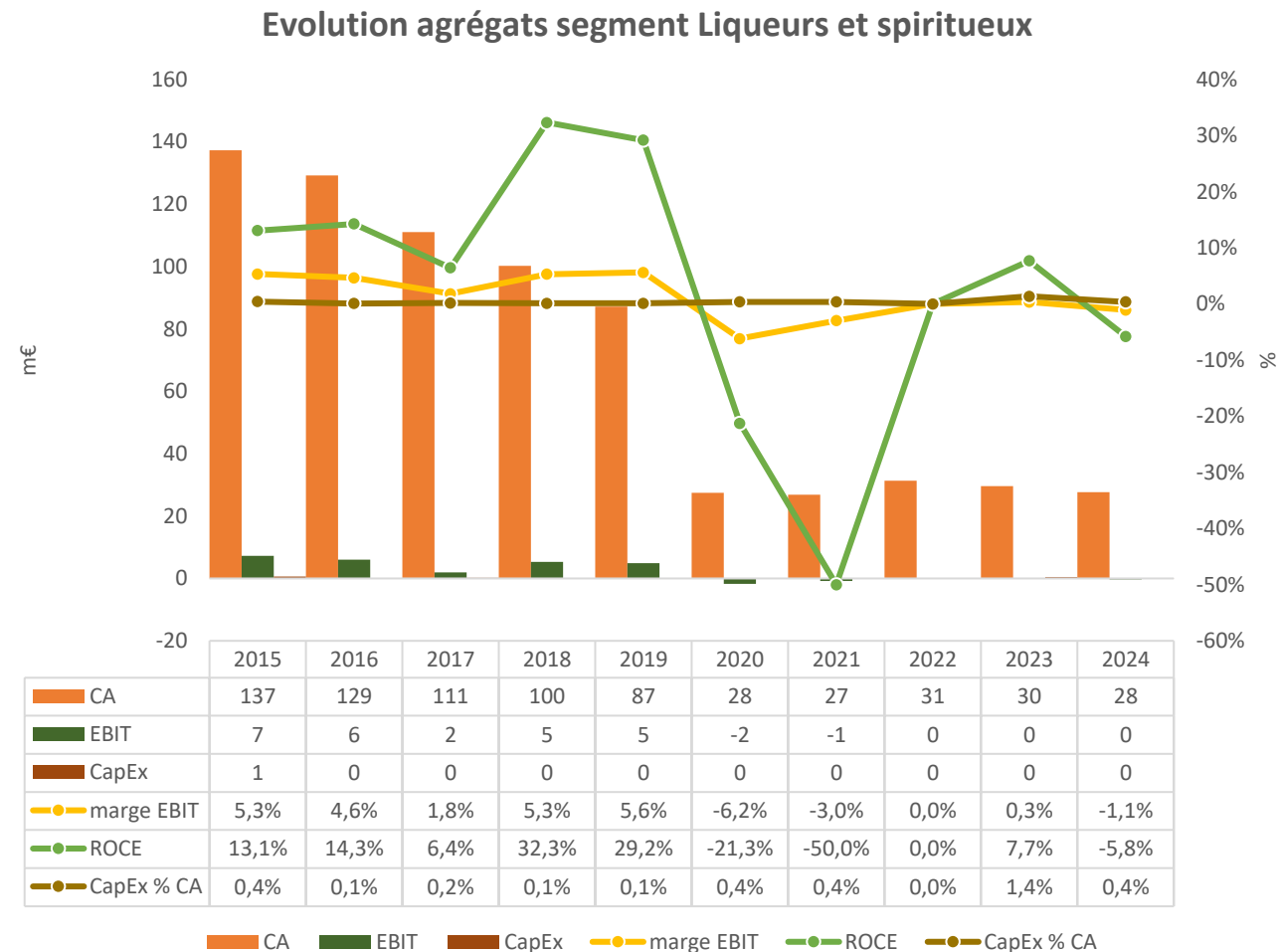


- Seconde division en termes d'importance pour le groupe. Baisse moins forte en 2024 que Cognac. Effet mix-prix >0 sur les 3 dernières années. Marge EBIT 2x moins élevée que Cognac.



### 3) Détails des activités – Marques partenaires

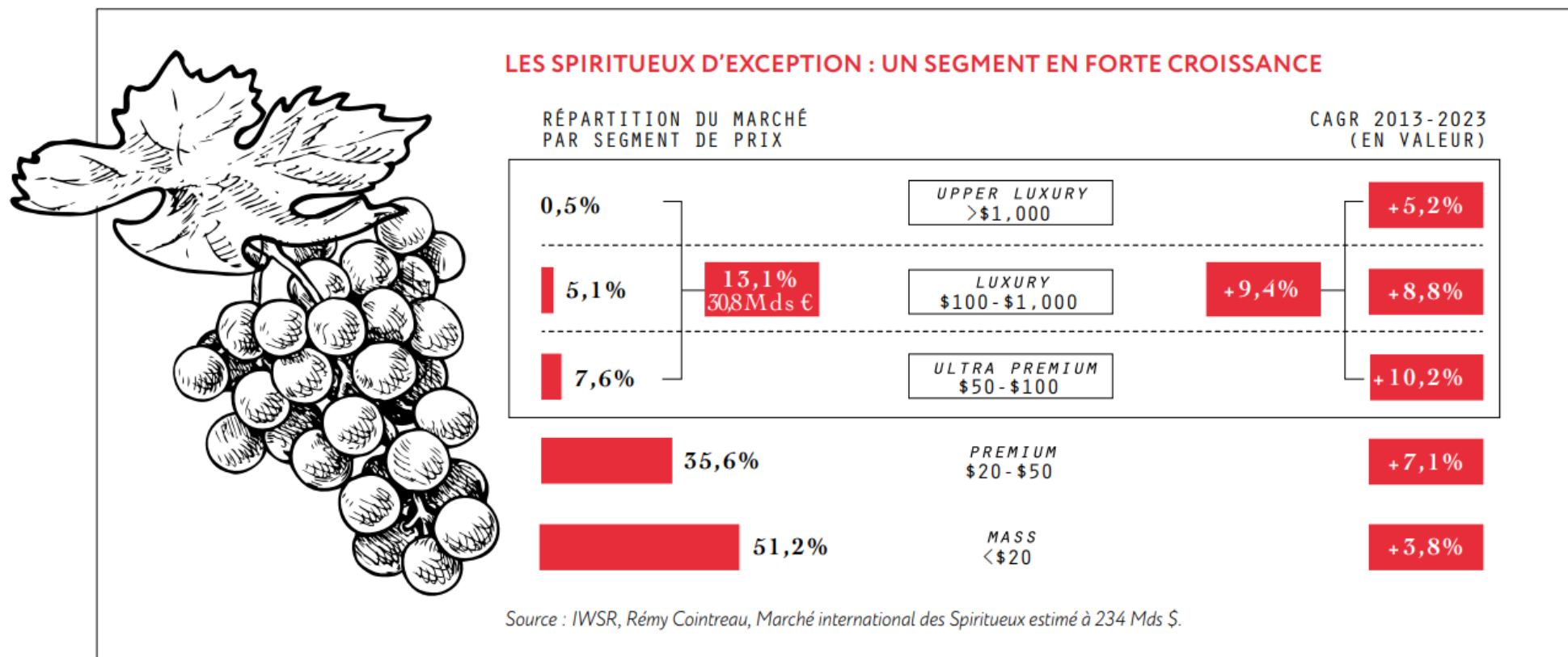
- 2% du CA et 0% de l'EBIT groupe
- Baisse progressive CA depuis 2016:
  - 2016: arrêt de la distribution des champagnes Piper et Charles Heidsieck dans certains pays
  - 2017: continuation de l'arrêt de distribution (France et Belgique)
  - 2018: fin de l'accord de distribution + désengagement volontaire de certains contrats de distribution dans le « Travel Retail »
  - 2019: continuation des désengagements
  - 2020: COVID
  - 2021 et après: stable
- Ces arrêts successifs sont une résultante de la stratégie de recentrage haut de gamme par le groupe
- Les marques encore distribuées sont Passoa et Willian Grant & Sons
- EBIT <0 depuis 2020
- CapEx inexistant



- Cette activité, en baisse structurelle depuis 2016 est déficitaire depuis le COVID en 2020. Quel est l'intérêt de garder ce segment? Un plan de relance est-il prévu?

## 4) Modèle économique

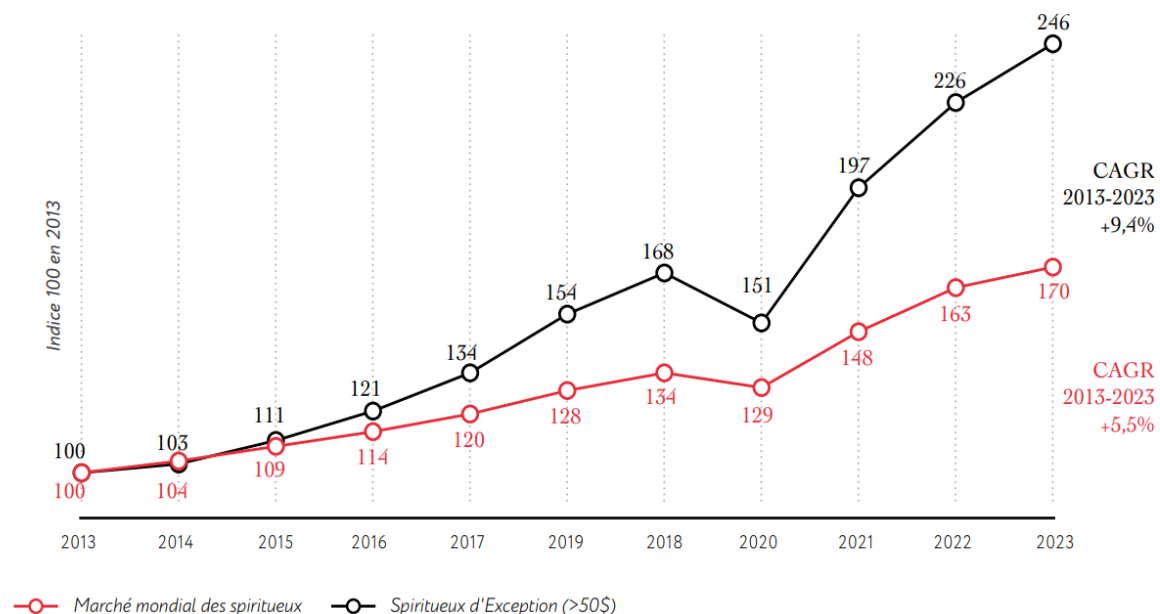
- Le modèle économique de RCO repose essentiellement sur le Cognac comme vu précédemment dans les diapositives divisions.
- RCO se positionne sur le segment haut de gamme « spiritueux d'exception » et en fait sa stratégie. Ce segment offre une croissance supérieure aux autres marchés et représente 308 Md € (13,1% du marché international des spiritueux).



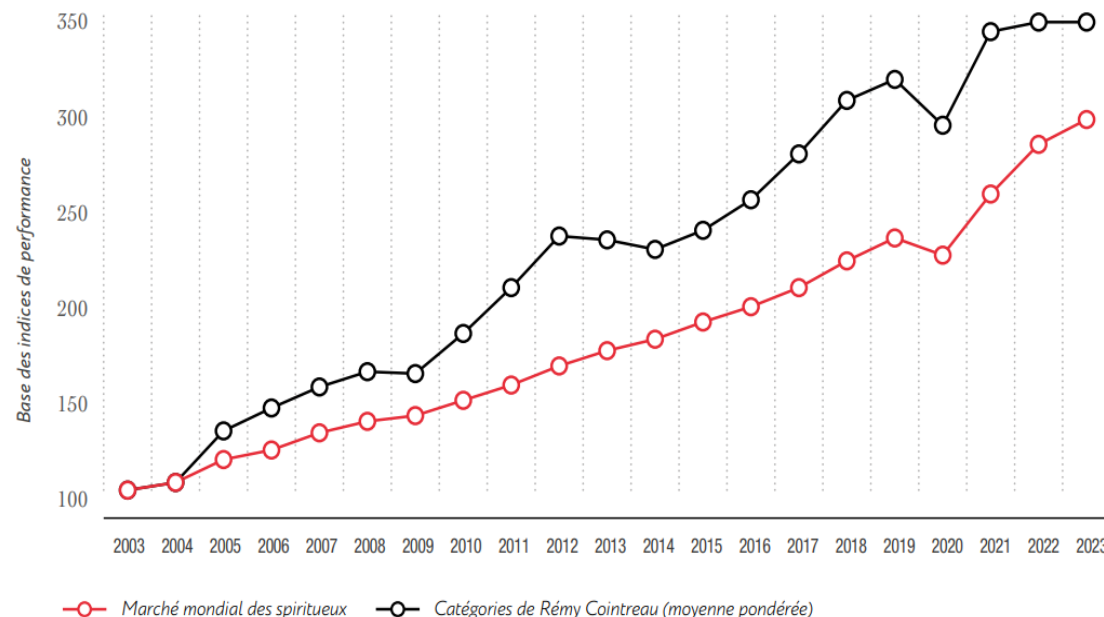
# 4) Modèle économique

- Cette surperformance en termes de croissance est structurelle et de longue date.
- Les spiritueux d'exception croissent à 9,4% (CAGR 2013-2023) vs 5,5% pour la totalité des spiritueux.
- Les catégories de RCO croissent de 6,4% (CAGR 2003-2023).

LE SEGMENT DES SPIRITUEUX D'EXCEPTION A STRUCTURELLEMENT SURPERFORMÉ LE MARCHÉ MONDIAL DES SPIRITUEUX DEPUIS 2013



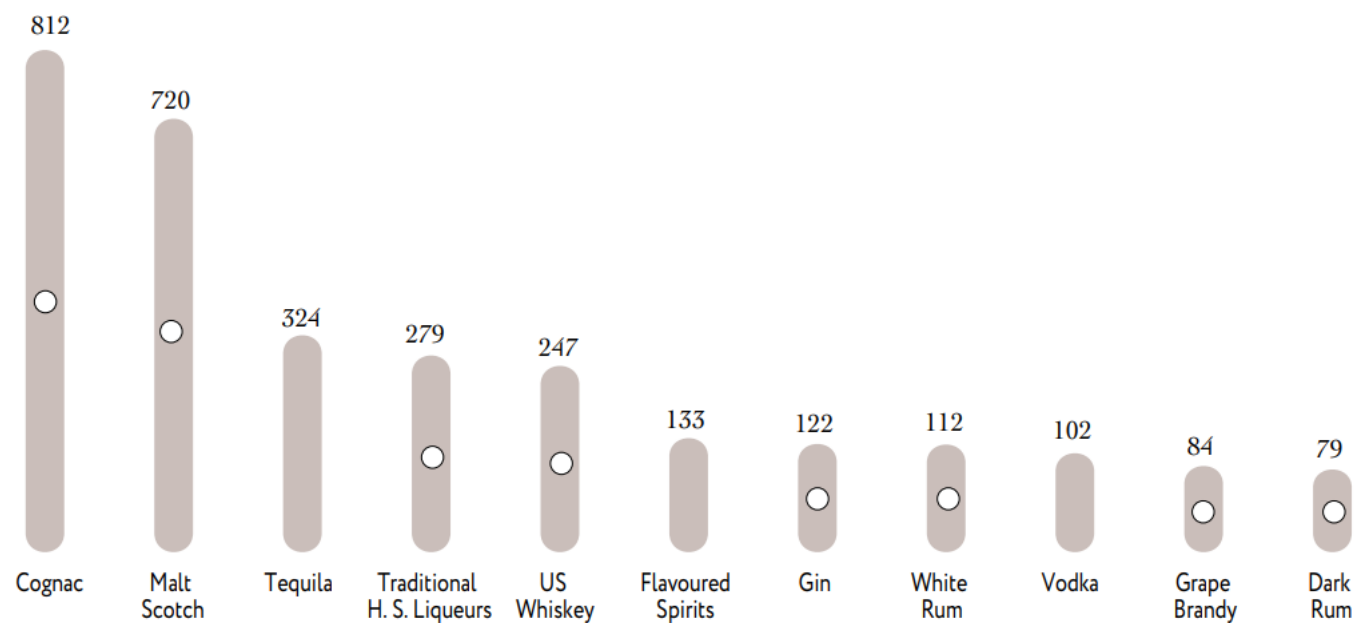
LES CATÉGORIES DE RÉMY COINTREAU ONT STRUCTURELLEMENT SURPERFORMÉ LA CROISSANCE DU MARCHÉ



## 4) Modèle économique

- Ce positionnement et la désirabilité qui en découle lui permettent de disposer d'un pouvoir de prix: l'effet prix peut permettre de combler ou de palier à un effet volume négatif.
- Une caisse de cognac (6 à 12 bouteilles) vaut 812€ : c'est le spiritueux le + cher

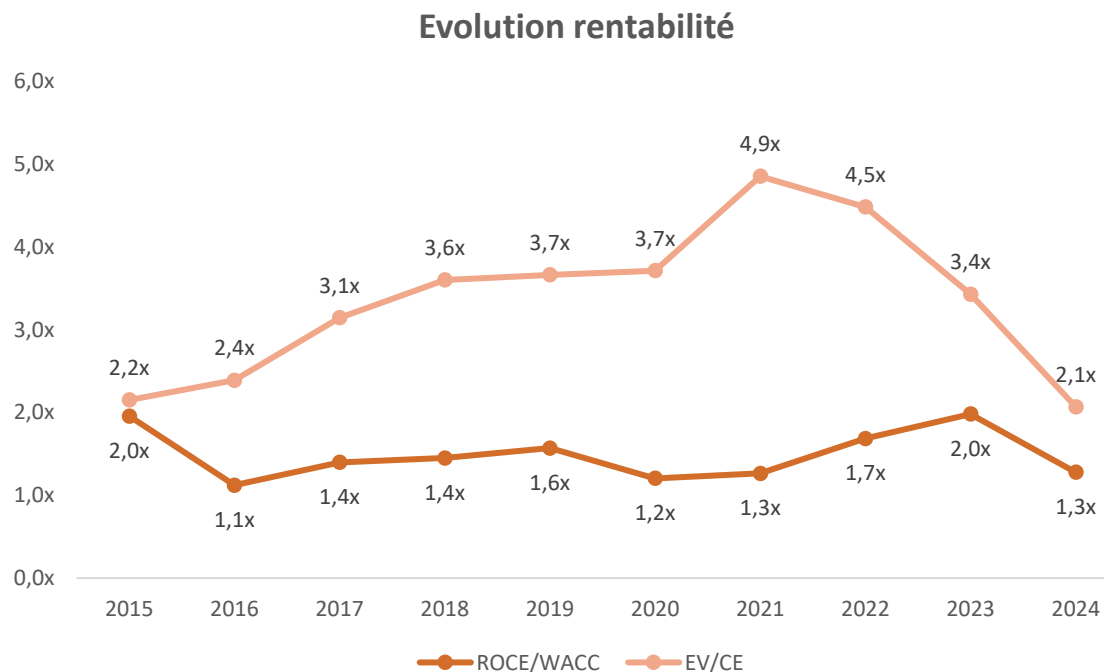
VALEUR À LA CAISSE PAR CATÉGORIE DE SPIRITUEUX (en euros)



○ Catégories du Groupe Rémy Cointreau

# 5) Rentabilité

- Depuis 2015, même si le ratio ROCE/WACC varie entre 1,2 et 2,1, il demeure positif ce qui est signe de création de valeur puisque le taux de rendement de l'entreprise est supérieur à son coût de financement.
- Le ratio EV/CE peut être considéré comme une mesure de la cherté de l'entreprise: un ratio élevé (faible) signifie que les investisseurs valorisent beaucoup (faiblement) les Capitaux Employés et surtout leur capacité importante (faible) à générer des résultats futurs.
  - On peut noter qu'actuellement, à un niveau de 2,1, il est à son plus bas depuis 2015. Cependant, on peut noter que le ROCE/WACC a déjà été plusieurs fois au niveau actuel d'1,3, et à ces niveaux, l'EV/CE était de 3,7 et 4,9, soit des niveaux ~2 fois > à celui d'aujourd'hui.





## 6) Génération de cash

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Operating CF	122	145	172	190	208	142	180	267	308	225
var. BFR	-79	-7	-23	5	-108	-63	-30	-123	-180	-182
CapEx	-37	-31	-37	-34	-45	-65	-54	-54	-76	-81
FCFE	6	107	112	162	55	14	96	90	52	-38

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
var. BFR / Op. CF	-65%	-5%	-13%	2%	-52%	-45%	-17%	-46%	-58%	-81%
CapEx / Op. CF	-30%	-21%	-21%	-18%	-21%	-46%	-30%	-20%	-25%	-36%
FCFE / Op. CF	5%	74%	65%	85%	26%	10%	53%	34%	17%	-17%
FCFF / CA	3%	12%	12%	15%	6%	2%	10%	7%	4%	-2%

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
FCFE / CB	0%	3%	2%	3%	1%	0%	1%	1%	1%	-1%
P / FCFE	492x	32x	45x	36x	114x	469x	95x	101x	142x	-121x

- Malgré un flux de trésorerie opérationnel en croissance (excepté 2020 COVID et 2024), le taux de conversion FCFE / Op. CF est très variable et plutôt **faible** en moyenne (35%). Taux de conversion moyen du CA en FCFF: 7%.
- Cette faible conversion s'explique par la **forte variation du BFR qui vient éroder 38% du Op. CF en moyenne**, avec des niveaux pouvant s'élever à plus de 50% pour certaines années et **81% en 2024**.
- Le FCFE en 2024 est <0 (-38m€) selon notre calcul et légèrement positif (14m€) d'après RCO. **Dans ces 2 cas, le FCFE ne couvre pas le dividende qui a été distribué** (2€ par action) pour un total de 152,7m€. En 2022 et 2023, le constat est similaire: le FCFE ne couvre pas les dividendes distribués alors qu'un dividende exceptionnel d'1€ vient s'ajouter à l'ordinaire. RCO a du s'endetter de 138,4m€ pour verser le dividende. Même si après cet endettement, le gearing (33%) et le levier (NFD/EBITDA: 1,8) restent supportables, **il se pose la question de l'allocation du capital chez RCO**.

## 6) Génération de cash - Suite

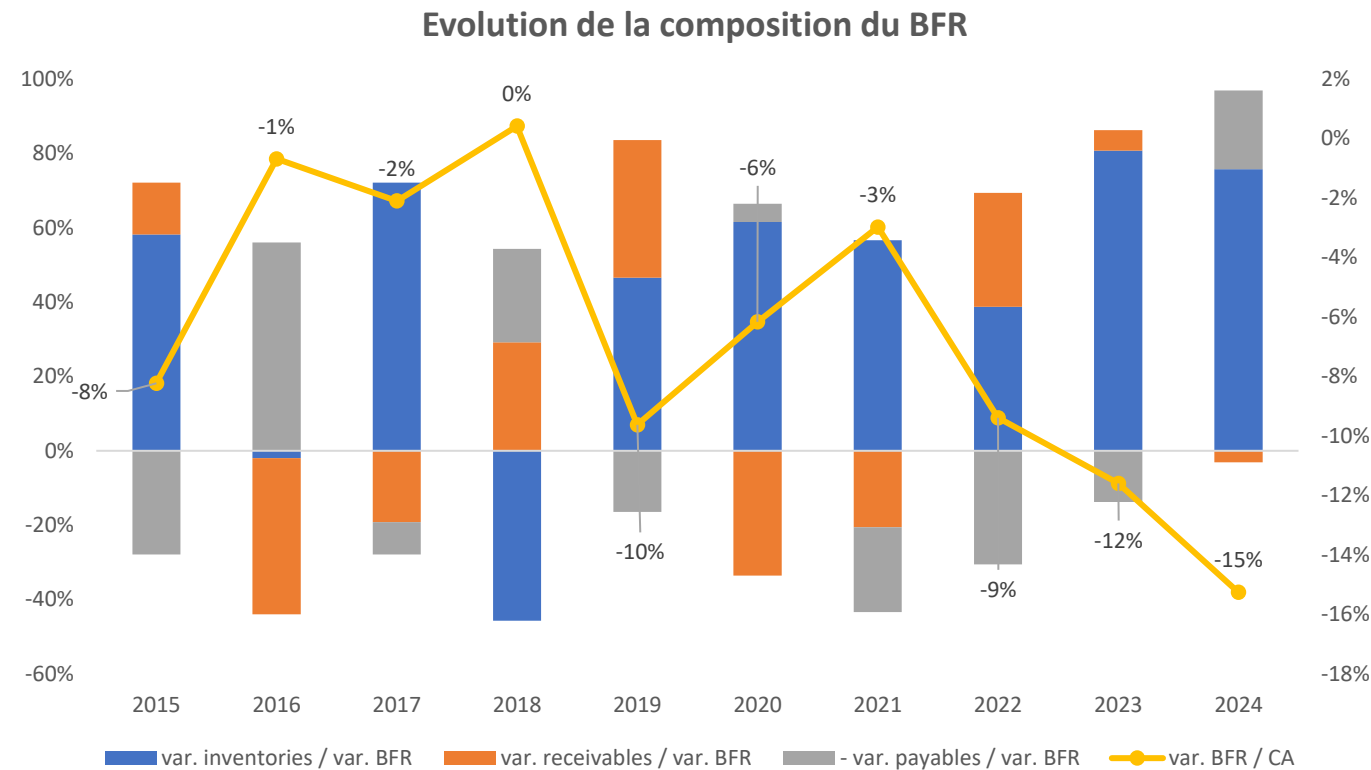
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Operating CF	122	145	172	190	208	142	180	267	308	225
var. BFR	-79	-7	-23	5	-108	-63	-30	-123	-180	-182
CapEx	-37	-31	-37	-34	-45	-65	-54	-54	-76	-81
FCFE	<b>6</b>	107	112	162	<b>55</b>	<b>14</b>	96	90	<b>52</b>	<b>-38</b>

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
var. BFR / Op. CF	<b>-65%</b>	-5%	-13%	2%	<b>-52%</b>	<b>-45%</b>	-17%	<b>-46%</b>	<b>-58%</b>	<b>-81%</b>
CapEx / Op. CF	-30%	-21%	-21%	-18%	-21%	-46%	-30%	-20%	-25%	-36%
FCFE / Op. CF	<b>5%</b>	74%	65%	85%	26%	<b>10%</b>	53%	34%	<b>17%</b>	<b>-17%</b>
FCFF / CA	<b>3%</b>	12%	12%	15%	6%	<b>2%</b>	10%	7%	<b>4%</b>	<b>-2%</b>

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
FCFE / CB	0%	3%	2%	3%	1%	0%	1%	1%	1%	-1%
P / FCFE	<b>492x</b>	32x	45x	36x	<b>114x</b>	<b>469x</b>	<b>95x</b>	<b>101x</b>	<b>142x</b>	<b>-121x</b>

- Enfin, avec le dernier tableau qui présente des mesures de valorisation par rapport au FCFE, on voit que RCO se paie cher, très cher, en termes de P/FCFE.

## 6) Génération de cash – détail BFR



- Ce graphique illustre l'évolution de la composition des différents éléments de la variation de BFR dans la variation totale du BFR.
- On peut voir que la variation des stocks y est prépondérante, surtout ces dernières années en 23 et 34. Que fait concrètement RCO pour gérer au mieux sa variation de stock?
- On voit aussi qu'en valeur absolue, la variation de BFR en % du CA augmente depuis 2021.

# 7) Valorisation - DCF



## ■ Hypothèses du modèle:

- Pas d'amélioration au T2, T3 et T4 pour l'exercice 2025
- Résilience de la marge EBIT 2025 car pricing power, puis amélioration graduelle à 30% en 2030 (sous leur objectif de 33%). Objectif atteint en 2034
- Taux d'IS à 30%
- CapEx 2025 à 6,8% du CA (comme 2024) puis baisse à 5% du CA (normalisation)
- D&A / CapEx à 41-44%
- $g = 2\%$
- WACC = 6,8%

## ■ Juste Valeur (Fair Value) à 62,8€, soit 10% de « downside »

- Borne haute 86,5€ soit 23,4% d'upside
- Borne basse 49,6€ soit 29,2% de downside

		Terminal growth rate				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
W A C C	6,4%	59,0	63,8	69,7	77,0	86,5
	6,6%	56,4	60,8	66,1	72,6	81,0
	6,8%	54,0	58,0	62,8	68,7	76,2
	7,0%	51,7	55,4	59,7	65,1	71,8
	7,2%	49,6	53,0	56,9	61,8	67,8

# 7) Valorisation – Multiples

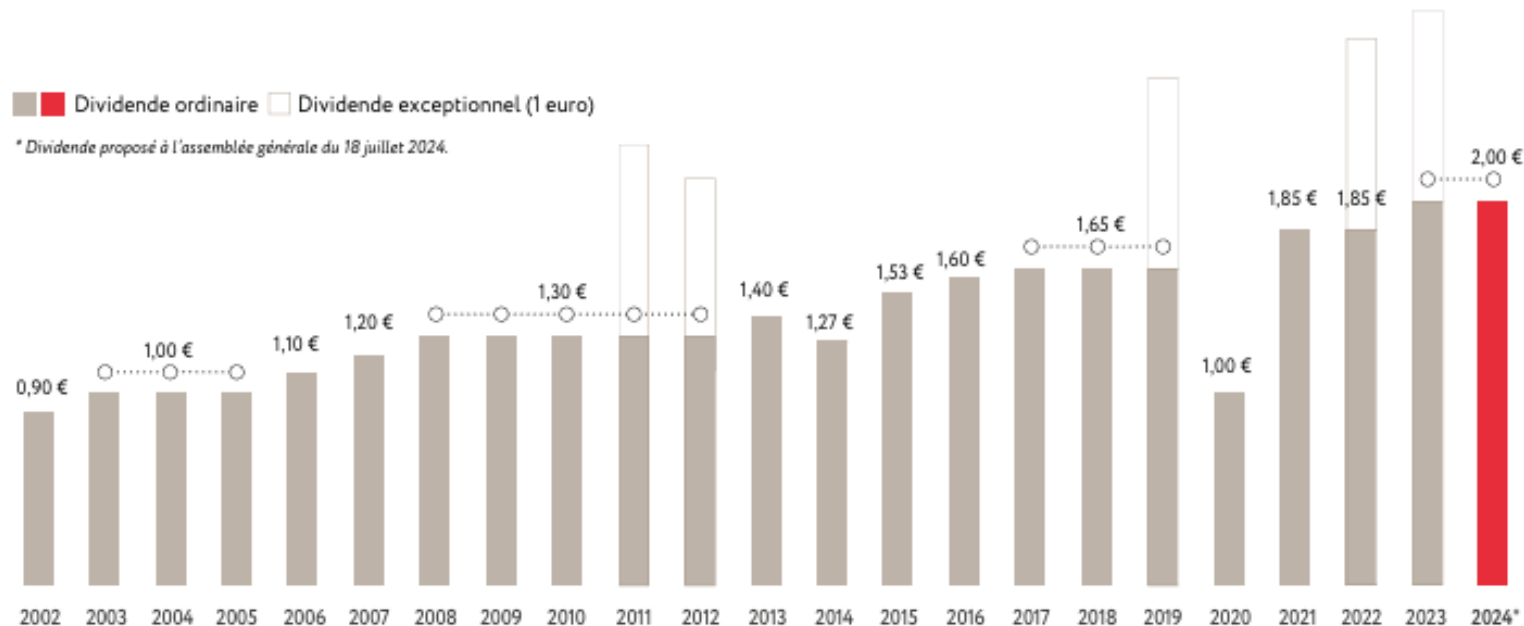
- Décote de respectivement 37%, 37%, 42%, 45% pour l'EV/EBIT, EV/EBITDA, P/E et P/B par rapport à la moyenne 5 ans
- Fair Value obtenue par multiple moyenne 9 ans de respectivement 138,1€, 150,5€, 124,2€ et 135€ soit un upside de 97%, 115%, 77% et 93%
- Cependant, comment être à peu près certain que RCO se valorisera à nouveau comme il l'a été dans le passé? Aux US, on peut penser que la tendance de consommation plus faible actuelle est due au contexte macroéconomique, mais la consommation en Chine semble être + problématique. Quid si le Ministère Chinois décide d'imposer une taxe sur ses importations de Cognac (26% du CA de RCO)?

	EV/EBIT	EV/EBITDA	P/E	P/B
Actuel	17,3x	15,5x	23,7x	2,5x
5Y avg	27,4x	24,7x	40,7x	4,5x
9Y avg	25,5x	24,7x	37,9x	4,1x



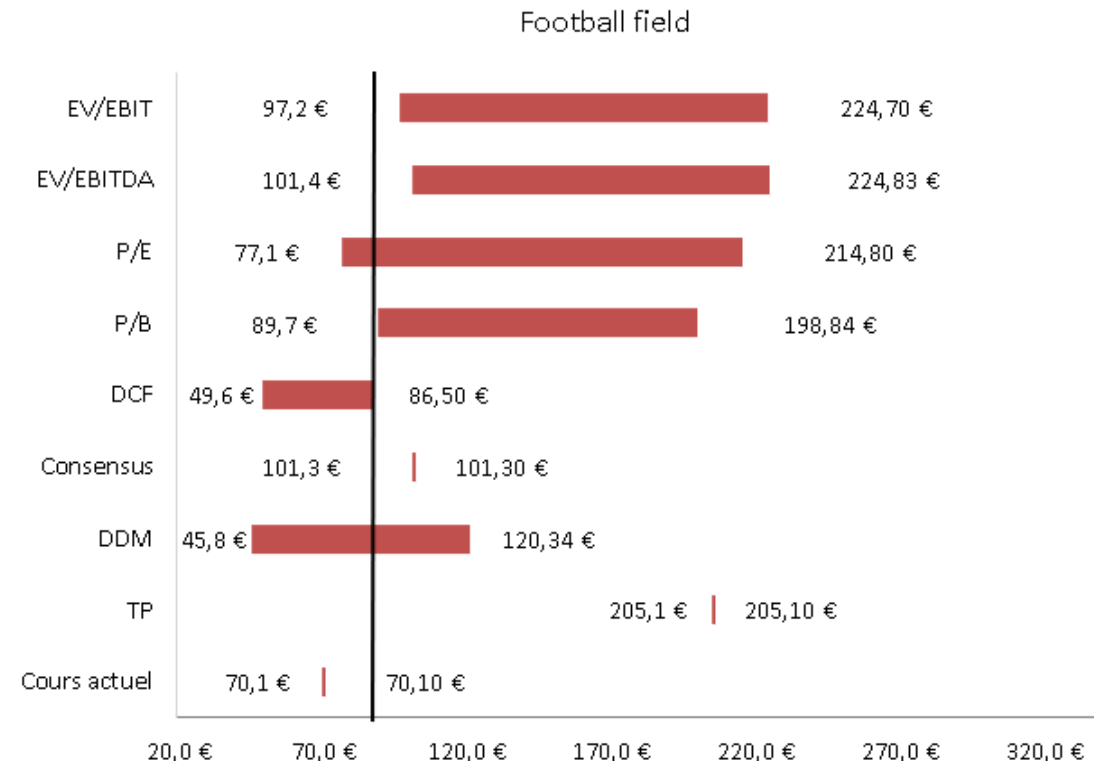
# 7) Valorisation – AN et DDM

- Valorisation par Actif Net
  - Actif (total actif – goodwill – stocks BV + stocks MV) – Dette financière nette – provisions – dettes fournisseurs. (stock représente 58% de l'actif)
- Si valeur de marché des stocks est à 9 Md € (attente réponse vendredi), alors on obtient un prix par action de 176,3€
- Valorisation par DDM à 66,3€ soit un downside de 5%
  - CAGR 2002-2024 dividende ordinaire: 3,7%
  - WACC: 6,8%



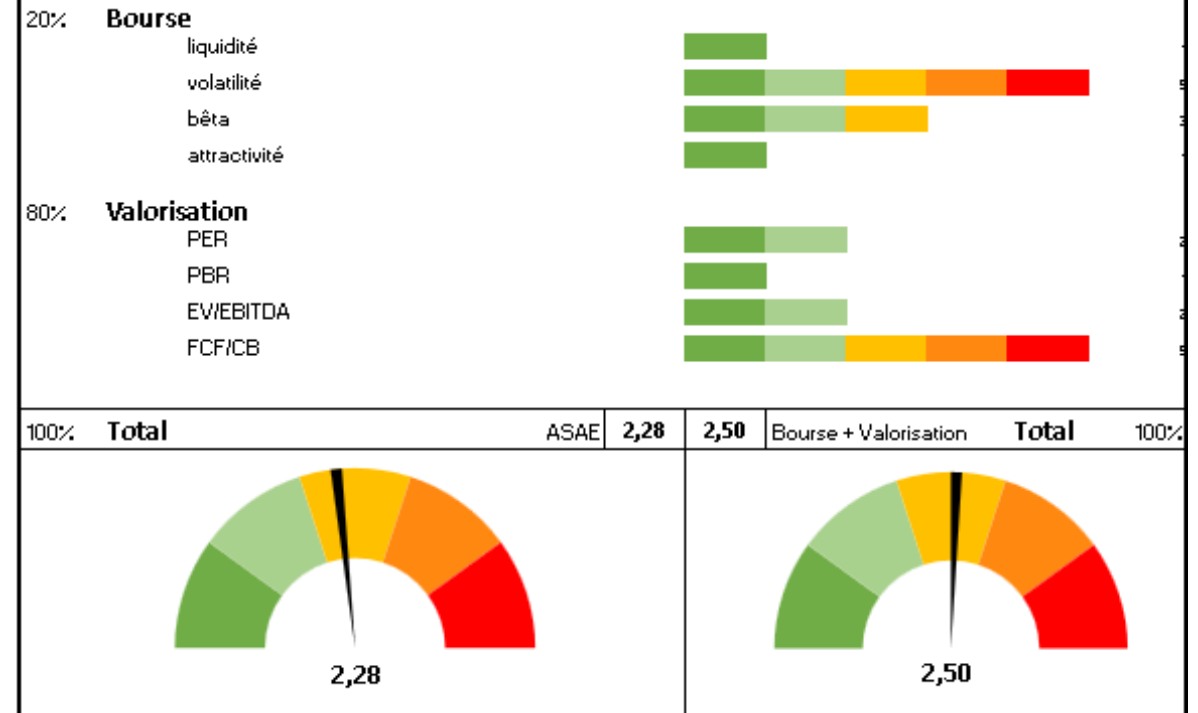
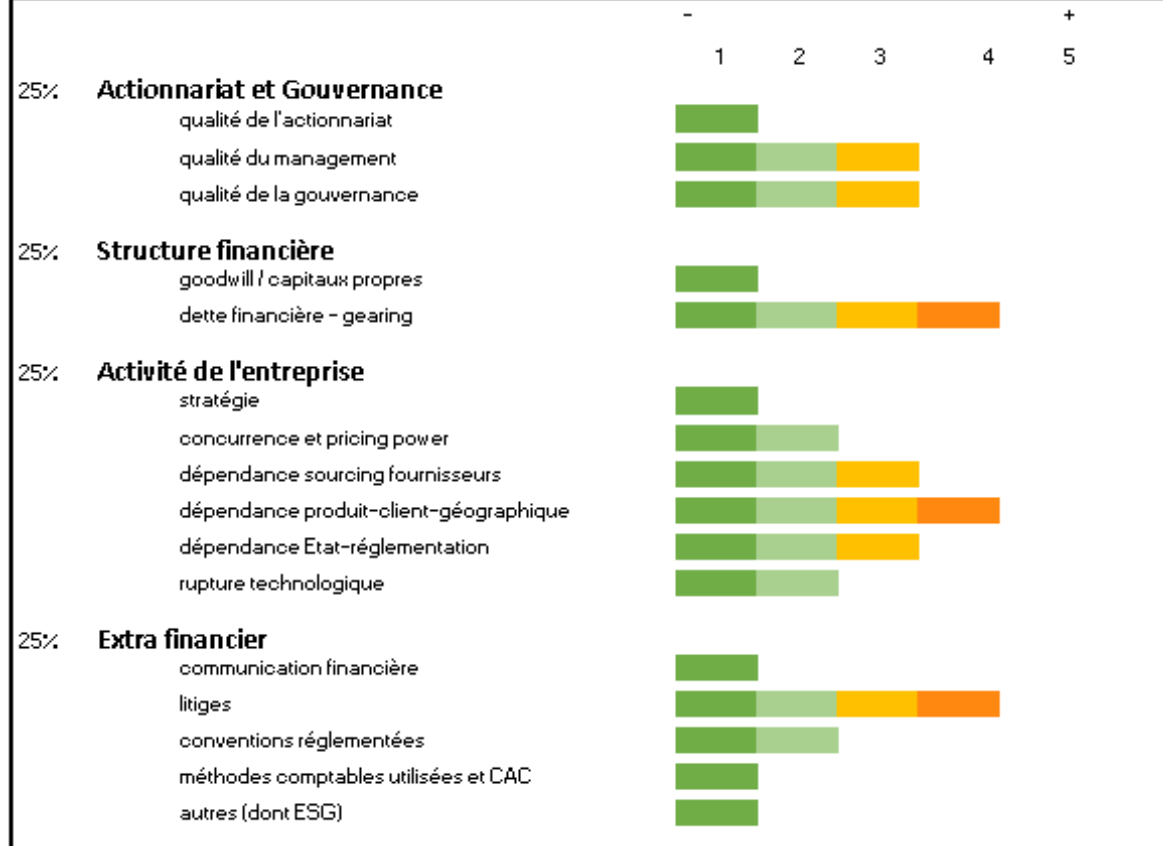
# 7) Valorisation – Transactions précédentes

- Autre élément de mise en perspective sur la valorisation de RCO: Campari rachète Lavoisier à 33x EV/EBITDA
  - Appliqué à RCO, on obtient un prix théorique de 205,1€ soit 193% d'upside
- Dernier élément, les prix cibles des analystes sell-side: Oddo 105€, GD 112€, CIC 115€, Stifel 94€, GS 110€, JP 80€, UBS 93€ (consensus de 101,3€). En upside: 49,8%, 59,8%, 64% et 45,5%, 56,9%, 14,1% et 32,7% (consensus: 44,5% upside)
- On peut croiser les méthodes de valorisation (graphique « football field ») pour savoir s'il existe un intervalle commun:



# 8) Risques

## Risques



## 9) Conclusion

- RCO est une entreprise à croissance (CA) faible, mais qui, grâce à son pricing power, améliore continuellement sa marge d'EBIT
- Malgré cette amélioration et les flux de trésoreries opérationnels positifs et croissants (hors COVID et 2024), la gestion du BFR et particulièrement des stocks (comment fonctionne l'engagement LT avec les fournisseurs d'eaux-de-vie?) vient nettement éroder la génération de cash (FCFE). Elle est faiblement positive voire nulle ou négative ces 2 dernières années
- La gestion de l'allocation du capital par le management pose question: pourquoi s'endetter pour verser des dividendes (en + exceptionnels) lorsque que le FCFE ne suffit pas?
- Concernant la valorisation, par DCF, il n'y a pas d'upside (selon moi, pas pour les analystes). Mais le DCF est très sensible à un tas d'hypothèse et modifier celles-ci, même légèrement peut faire apparaître un upside. En fait, tout dépend de la consommation future du cognac en Chine et de la réglementation sur son importation (et donc le CA).
- Avec une valorisation par multiples, un upside apparait. Mais le passé n'est pas le futur.
- Si les stocks sont réévalués à leur valeur de marché, selon CIC à 9 Md € alors on passe à 176,3€ ! (+151%) car on multiplie par 4,5 la valeur des stocks.

## 9) Conclusion

- Pour conclure, il faut:
  - Attendre les réponses à nos questions vendredi
  
- Mais en attendant, je recommande HOLD
  - À LT: je n'investis pas dans RCO: croissance trop faible, peu de génération de cash, allocation du capital et décision d'endettement...
  - À CT: je peux acheter pour « jouer » sur un futur newsflow positif sur la Chine ou si prise de conscience par le marché de la valorisation par ANR (-)



Fin