

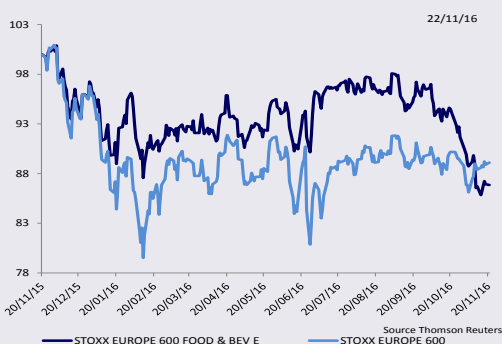
INDEPENDENT RESEARCH

23 novembre 2016

Spiritueux

CAMPARI		ACHAT	10,7EUR
Bloomberg	CPR IM	Reuters	CPR.MI
Cours	8,87EUR	+Haut/+Bas	10,09/6,94
Capi. boursière	5 152 MEUR	Val. Entreprise	6 453 MEUR
PE (2016e)	25,0x	EV/EBIT (2016e)	18,2x
DIAGEO		NEUTRE	2150p
Bloomberg	DGE LN	Reuters	DGE.L
Cours	2005p	+Haut/+Bas	2268/1745
Capi. boursière	50 448 MGBP	Val. Entreprise	58 168 MGBP
PE (2016e)	19,4x	EV/EBIT (2016e)	16,2x
MBWS		NEUTRE	17,1EUR
Bloomberg	MBWS FP	Reuters	MBWS.PA
Cours	15,69EUR	+Haut/+Bas	20,3/14,9
Capi. boursière	444 MEUR	Val. Entreprise	-23 372 MEUR
PE (2016e)	NS	EV/EBIT (2016e)	NS
PERNOD RICARD		BUY	115EUR
Bloomberg	RI FP	Reuters	PERP.PA
Cours	101,8EUR	+Haut/+Bas	110,25/91,58
Capi. boursière	27 020 MEUR	Val. Entreprise	35 304 MEUR
PE (2016e)	18,2x	EV/EBIT (2016e)	14,8x
REMY COINTREAU		ACHAT	84EUR
Bloomberg	RCO FP	Reuters	RCOP.PA
Cours	74,67EUR	+Haut/+Bas	80,42/58,14
Capi. boursière	3 711 MEUR	Val. Entreprise	4 145 MEUR
PE (2016e)	30,3x	EV/EBIT (2016e)	20,1x


Cours et données arrêtés au 21 novembre



Spiritueux

Le défi de la génération Y

- Les Millénaires: la cible prioritaire.** Cette génération est devenue la grande obsession de l'industrie des spiritueux qui a engagé une bataille farouche pour gagner son cœur et son porte-monnaie. **Les représentants de cette tranche d'âge représentent la première force de consommation.** Ils regroupent plus de 385m de personnes en Chine (~28% de la population totale), 122m d'individus en UE (~24%) et 92m de spécimens Etats-Uniens (~29%). Au-delà de ce poids démographique, cette génération représentera, en 2020, plus d'un tiers des ventes au détail aux Etats-Unis et 53% de la consommation intérieure chinoise (BCG).
- L'authenticité et l'expérimentation.** Alors que la génération X accorde beaucoup d'importance aux marques, les Millénaires privilégient les produits qui leur racontent une histoire. C'est pourquoi la notion d'authenticité est devenue clef. Elle explique tant la tendance *craft* que le succès de certaines catégories telles que les whisk(e)ys, le cognac, les spiritueux d'Amérique latine (tequila/mezcal) et les amers. **L'expérimentation a par ailleurs acquis une place prépondérante.** Dorénavant, on ne consomme plus uniquement un produit mais tout ce que son univers peut offrir. Les implications sont nombreuses: changements marketing, émergence de la mixologie, importance des nouvelles technologies et des considérations éthiques. Le produit lui-même est de plus en plus conçu spécifiquement pour créer une expérience, d'où le succès des aromatisés, l'abolition des frontières entre les catégories...
- Rémy Cointreau: le groupe le mieux positionné.** Le groupe génère 64% de son CA sur des catégories en phase avec la génération du Millénaire, principalement le cognac mais aussi dans une moindre mesure le scotch single-malt. Le portefeuille de Campari composé en grande partie d'amers et de bourbon est également intéressant. Nous calculons que 39% des ventes de la société italienne sont réalisées sur des produits plébiscités par les Y. Dans le cas de groupes diversifiés tels que Pernod Ricard ou Diageo, ce pourcentage est abaissé à respectivement 21% et 11%. Enfin, notre estimation est que seul 3% du CA de MBWS est en adéquation avec les goûts des Y. **Cette analyse renforce notre conviction positive sur Rémy Cointreau (Fair Value: 84EUR), Campari (Fair Value: 10,7EUR) et Pernod Ricard (Fair Value: 115EUR).** Nous maintenons notre recommandation Neutre sur Diageo (Fair Value: 2150p) et nous initions par ailleurs la couverture de MBWS en Neutre avec une Fair Value de 17,1EUR.

	Analyst:	Sector Analyst Team:
	Virginie Roumage	Nikolaas Faes
	33(0) 1.56.68.75.22	Loïc Morvan
	vroumage@bryangarnier.com	Antoine Parison
		Cédric Rossi

Sommaire

1. Résumé de la thèse d'investissement.....	3
2. Les Millénaires: la cible prioritaire	4
2.1. Une croissance poussive	4
2.1.1. Des marchés émergents et un Travel Retail à la peine	4
2.1.2. Une tendance plus solide dans les pays développés	6
2.2. La génération du Millénaire	8
3. L'authenticité.....	12
3.1. Le <i>craft</i> : "Small is beautiful"	12
3.2. Les catégories à la mode.....	16
3.2.1. Les whisk(e)ys	16
3.2.2. Le cognac	19
3.2.3. Smells like Latin Spirits	21
3.2.4. Les amers	22
4. L'expérimentation	24
4.1. Des nouvelles expériences de consommation.....	24
4.1.1. Un marketing plus « aventureux »	24
4.1.2. L'émergence de la mixologie	26
4.1.3. Le rôle des nouvelles technologies	27
4.1.4. Des considérations éthiques	28
4.2. Des nouveaux produits	29
4.2.1. Les aromatisés.....	29
4.2.2. Blurred lines.....	30
4.2.3. Des produits plus sains.....	31
5. Rémy Cointreau: le groupe le mieux positionné	33
5.1. Rémy Cointreau: 64% du CA.....	33
5.2. Campari: 39% du CA.....	37
5.3. Pernod Ricard: 21% du CA	40
5.4. Diageo: 11% du CA	44
5.5. MBWS: 3% du CA	45
6. Nos valeurs préférées	47
6.1. Un secteur Food & Beverage sous pression.....	47
6.2. Valorisation comparée des acteurs.....	48
6.3. Nos recommandations	49
Page laissée blanche intentionnellement.....	50
Rémy Cointreau (Fair Value EUR84, ACHAT-Top Picks).....	51
Un positionnement quasi-idéal	51
Campari (Fair Value 10,7EUR, ACHAT).....	59
Spécialités italiennes	59
Pernod Ricard (Fair Value 115EUR, Achat).....	69
Du mieux !.....	69
MBWS (Fair Value 17.1EUR, NEUTRE Initiation de couverture).....	81
Un changement d'equity story	81
Diageo (Fair Value 2150p vs. 2200p, NEUTRE).....	111
Une amélioration de la trajectoire	111
Price Chart and Rating History	117
Bryan Garnier stock rating system.....	119

1. Résumé de la thèse d'investissement

Les Millénaires: la cible prioritaire

Cette génération est devenue la grande obsession de l'industrie des spiritueux qui a engagé une bataille farouche pour gagner son cœur et son porte-monnaie. Pas une conférence ne se déroule sans que les Y ne soient évoqués pour expliquer le lancement d'un produit, un changement marketing, le succès d'une marque ou au contraire son ralentissement. **Les représentants de cette tranche d'âge représentent la première force de consommation.** Ils regroupent plus de 385m de personnes en Chine (~28% de la population totale), 122m d'individus en UE (~24%) et 92m de spécimens Etats-Uniens (~29%). Leur nombre est sur le point d'excéder celui des « baby boomers ». Au-delà de ce poids démographique, cette génération représentera, en 2020, plus d'un tiers des ventes au détail aux Etats-Unis et 53% de la consommation intérieure chinoise (BCG). Mais en quoi les goûts des Y divergent-ils de ceux des X?

L'authenticité et l'expérimentation

Alors que la génération X accorde beaucoup d'importance aux marques, les Millénaires privilégient les produits qui leur racontent une histoire. C'est pourquoi la notion d'authenticité est devenue clef. Elle explique tant la tendance *craft* que le succès de certaines catégories telles que les whisk(e)ys, le cognac, les spiritueux d'Amérique latine (tequila/mezcal) et les amers. **Par ailleurs, la consommation n'est plus une fin en soi.** Les groupes de spiritueux ne peuvent pas se borner à fournir une bouteille d'alcool, aussi originale soit-elle. **Dorénavant, on ne consomme plus uniquement un produit mais tout ce que son univers peut offrir,** d'où des changements marketing, l'émergence de la mixologie, l'importance des nouvelles technologies, et des considérations éthiques. **Ce désir d'expérimentation se révèle également à travers le produit lui-même qui est de plus en plus conçu spécifiquement pour créer une émotion ou une sensation.** Les implications sont nombreuses: succès des aromatisés, abolition des frontières entre les catégories...

Rémy Cointreau: le groupe le mieux positionné

Rémy Cointreau génère 64% de son CA sur des catégories en phase avec la génération du Millénaire. Il s'agit principalement des activités de cognac (62% du CA) mais aussi dans une moindre mesure de scotch single-malt (2%). Le portefeuille de Campari composé en grande partie d'amers et de bourbon est également intéressant. **Nous calculons que 39% des ventes de la société italienne sont réalisées sur des produits plébiscités par les Y.** Dans le cas de groupes diversifiés tels que Pernod Ricard ou Diageo, ce pourcentage est abaissé à respectivement 21% et 11%. **Enfin, notre estimation est que seul 3% du CA de MBWS est en adéquation avec les goûts des Y.** La société est en effet peu présente dans les pays où cette population est la plus nombreuse (Chine, Etats-Unis...).

Cette analyse renforce notre conviction positive sur Rémy Cointreau (Fair Value: 84EUR), Campari (Fair Value: 10,7EUR) et Pernod Ricard (Fair Value: 115EUR). Nous réitérons notre recommandation Neutre sur Diageo (Fair Value: 2150p) et nous initions par ailleurs la couverture de MBWS en Neutre avec une Fair Value de 17.1EUR.

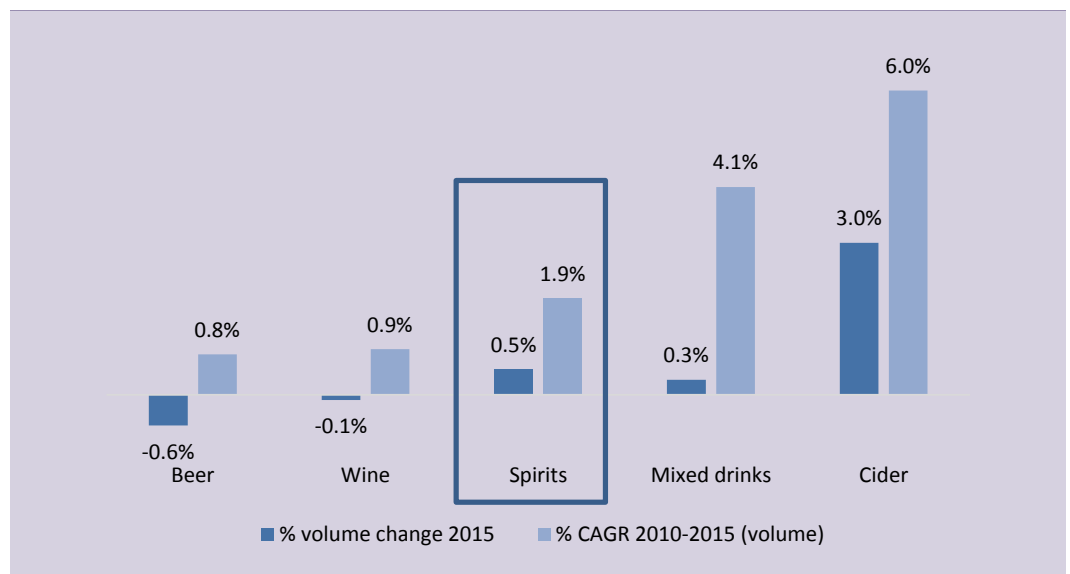
2. Les Millénaires: la cible prioritaire

Confrontés à une croissance poussive, il devient d'autant plus important pour les groupes de spiritueux de savoir capter l'attention de la génération du Millénaire. Les représentants de cette tranche d'âge représentent la première force de consommation.

2.1. Une croissance poussive

En 2015, le marché des spiritueux (en volume) n'a progressé que de 0,5% au niveau mondial alors que son taux de croissance annuel moyen sur la période 2010-2015 était de 1,9%. En excluant les spiritueux nationaux, il affiche même une baisse de 0,5%. Les pays émergents et le Travel Retail continuent d'être pénalisants alors que les tendances dans les pays développés sont plus solides.

Fig. 1: Le marché des boissons alcoolisées: croissance des volumes par segment

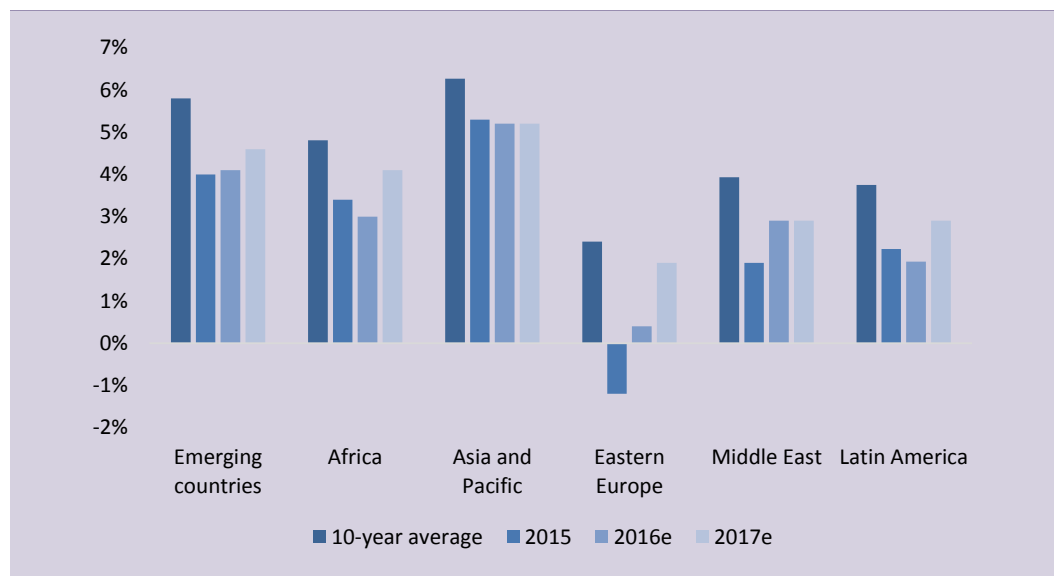


Les volumes mondiaux de spiritueux n'ont augmenté que de 0,5% en 2015

Source: IWSR

2.1.1. Des marchés émergents et un Travel Retail à la peine

Les groupes de spiritueux continuent de souffrir dans les pays émergents. Leur croissance économique réelle ne devrait pas dépasser 4,2% en 2016. C'est globalement en ligne avec 2015 (+4%) mais nettement en-dessous de la moyenne des dix dernières années (5,8%). Les causes sont à chercher du côté de la CEI et de l'Afrique Sub-Saharienne, impactées par la chute du prix des matières premières et la volatilité des monnaies. Au Moyen-Orient, l'instabilité politique domine et la principale économie en Amérique latine, le Brésil, est toujours en récession.

Fig. 2: Croissance économique réelle


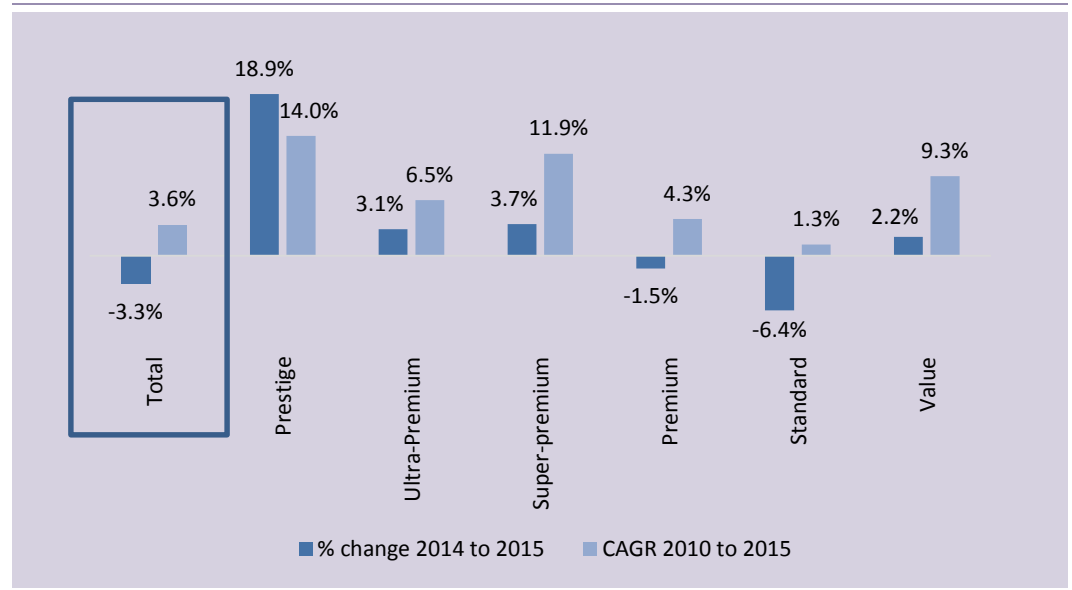
Source: IMF

Mais les pays émergents sont également impactés par un durcissement de la réglementation.

La politique anti-extravagance mis en place en Chine en 2012 en est l'exemple le plus marquant mais la situation dans le pays tend aujourd'hui à s'améliorer. **En Inde, la pression fiscale est très lourde.** Les prélèvements fiscaux représentent 3/5^{ème} du prix au détail d'une bouteille. La réforme GST («Goods and Service Tax») exclue à priori les spiritueux mais pas leurs intrants, ce qui entrainerait une pression sur la marge. **Plusieurs Etats ont par ailleurs interdit l'alcool:** Gujarat, Mizoram, Nagaland, certaines zones de Manipur, et l'Union Territory of Lakshadweep. Le Bihar, troisième état le plus peuplé, a rejoint cette liste en avril 2016. **Les tendances prohibitionnistes sont aussi très nettes en Indonésie.** En avril 2015, le gouvernement a interdit la vente d'alcool dans environ 70 000 commerces de proximité. En juillet de la même année, il a augmenté à 150% les taxes sur les boissons importées qui ont un taux d'alcool compris entre 25 et 80%. Une loi interdisant la production, la distribution et la consommation d'alcool dans tout le pays est actuellement à l'étude. **En Turquie, la hausse des taxes passée au début de l'année 2016 devrait continuer de perturber le marché.**

En 2015, les ventes de spiritueux dans le Travel Retail ont reculé de 3,3% en volume, selon IWSR. Cela se compare à un taux de croissance annuel moyen de 3,6% entre 2010 et 2015. Le circuit souffre de la baisse du nombre de touristes chinois et russes. Cependant, la premiumisation qui y est à l'œuvre permet une forte progression des ventes des segments super premium et prestige (respectivement +3,7% et +18,9% en 2015).

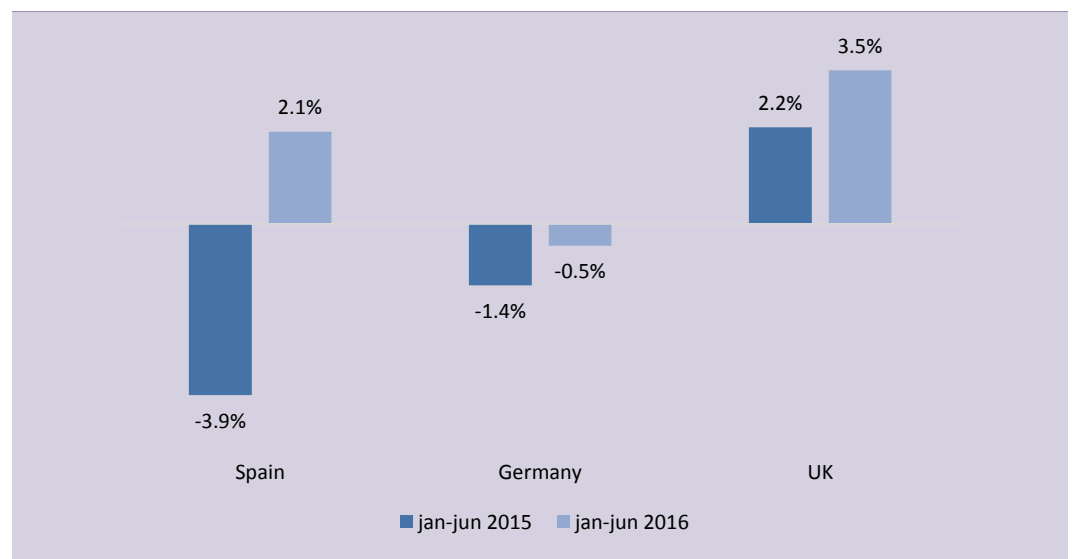
Les changements réglementaires dans les émergents sont pénalisants

Fig. 3: Ventes de spiritueux (en volume) dans le Travel Retail


Source: IWSR

2.1.2. Une tendance plus solide dans les pays développés

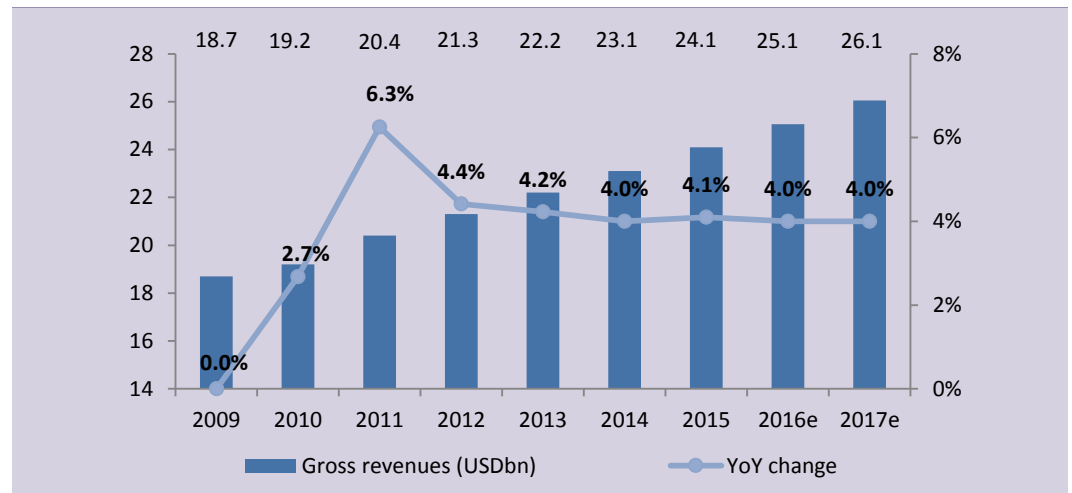
L'Europe montre des signes nets de reprise. La performance des groupes s'est améliorée à l'Ouest sur les douze derniers mois, et ce en dépit des attentats terroristes et de tendances démographiques structurellement défavorables. C'est particulièrement notable en Espagne, au Royaume-Uni, et en Allemagne. Mais la forte pression sur les prix exercée par la grande distribution pénalisent les ventes de spiritueux en France. **Nous estimons une croissance organique des ventes de 2% dans la région, globalement en ligne avec les tendances actuelles.**

Fig. 4: Croissance du marché des spiritueux (en volume) dans les principaux pays d'Europe de l'Ouest


Source: Nielsen

Mais la croissance de l'industrie des spiritueux dans les pays développés est surtout tirée par les Etats-Unis. Les ventes dans le pays affichent globalement la même progression depuis plusieurs années. Selon les données rapportées par le « Distilled Spirits Council of the United States », elles ont enregistré une hausse de 4,1% en 2015, soit une tendance proche de la moyenne des dix dernières années de 4,2%.

Fig. 5: Une tendance solide sur le marché américain



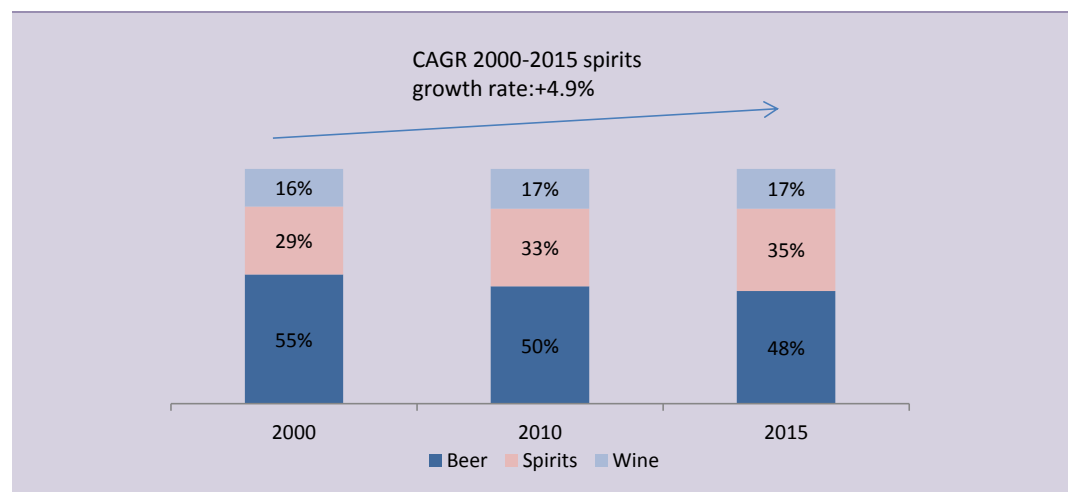
Selon nos estimations, le marché américain des spiritueux devrait croître de 4% en 2016 et 2017

Source: DISCUS

Plusieurs tendances structurelles favorisent cette forte croissance des Etats-Unis:

- **Des évolutions démographiques favorables.** La croissance de la population caucasienne est moins forte que celle de la population non-caucasienne (en particulier les Afro-Américains et les Hispaniques). Alors que la première catégorie consomme davantage de la bière, la seconde affiche une préférence pour les spiritueux. Ainsi, les spiritueux représentaient en 2015 35% des revenus générés sur le marché américain contre 33% en 2010 et 29% en 2000.

Fig. 6: Marché des boissons alcoolisées aux Etats-Unis: répartition par segment (en % des revenus)



Source: Distilled Spirits Council of the United States

- **Une montée en gamme.** Le marché des spiritueux aux Etats-Unis tend à être moins premium que dans beaucoup de régions du monde. En effet, il s'agit essentiellement d'un marché de volumes où les promotions ont une importance prépondérante. Cependant, on assiste à un phénomène de premiumisation.

Fig. 7: Répartition des volumes de spiritueux par segment de prix

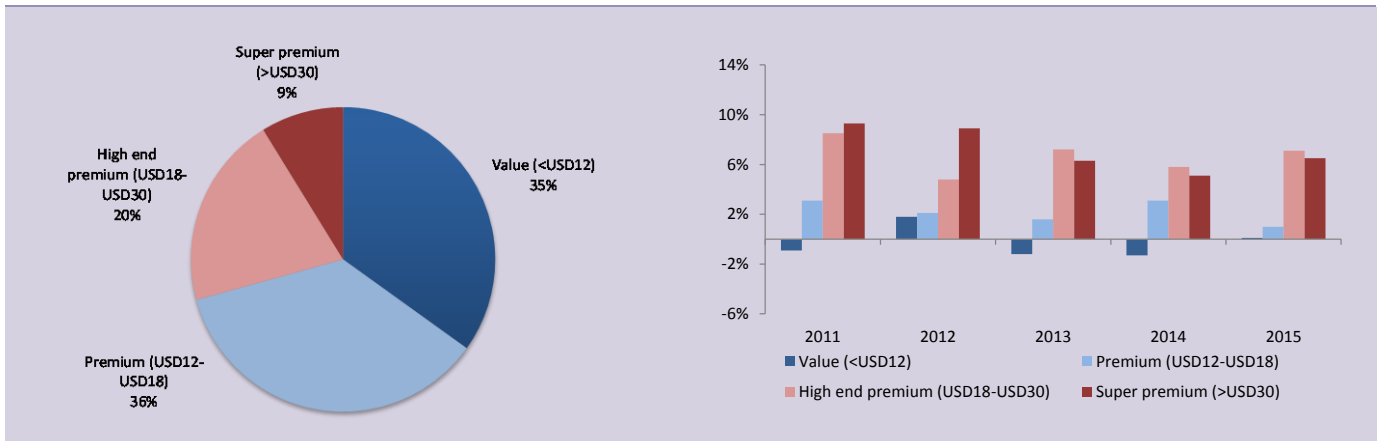
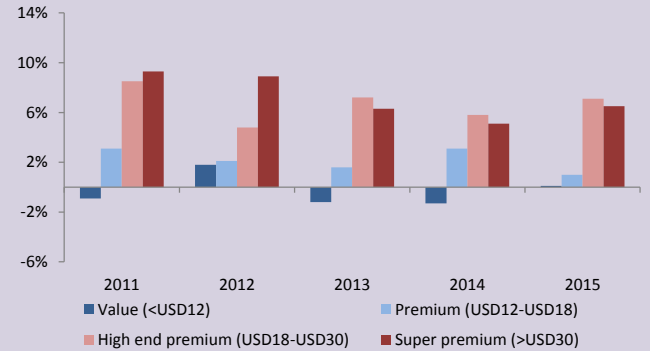


Fig. 8: Croissances annuelles des volumes par segment de prix



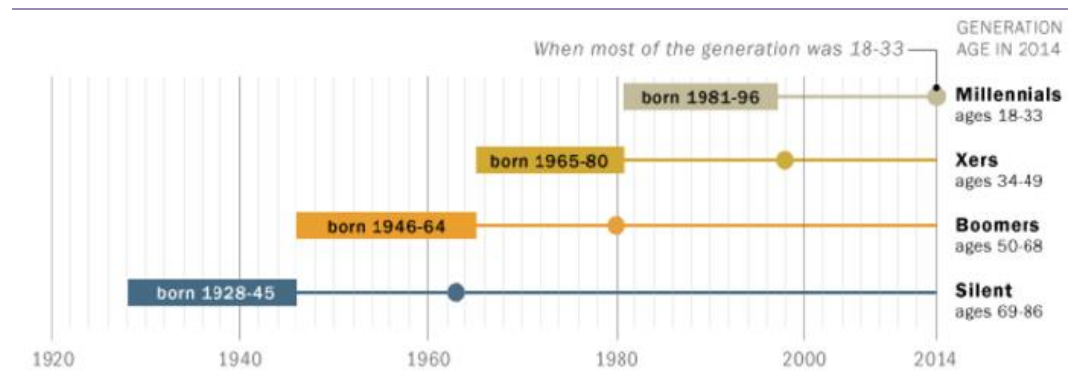
Source: Distilled Spirits Council of the United States

- **Un assouplissement de la législation.** Un nombre croissant d'états et de localités autorisent les dégustations, la vente d'alcool le dimanche/dans les épiceries. Le lobbying de l'industrie empêche également une forte augmentation de la taxation. Depuis 2001, sur 402 propositions de loi visant une hausse des taxes, 373 n'ont finalement pas été votées.

2.2. La génération du Millénaire

Le terme de « Millénaires » désigne les individus nés entre 1980 et 2000. Mais d'autres expressions sont couramment utilisées. On parle notamment des « Echos Boomers » ou de la génération Y.

Fig. 9: Les différentes générations

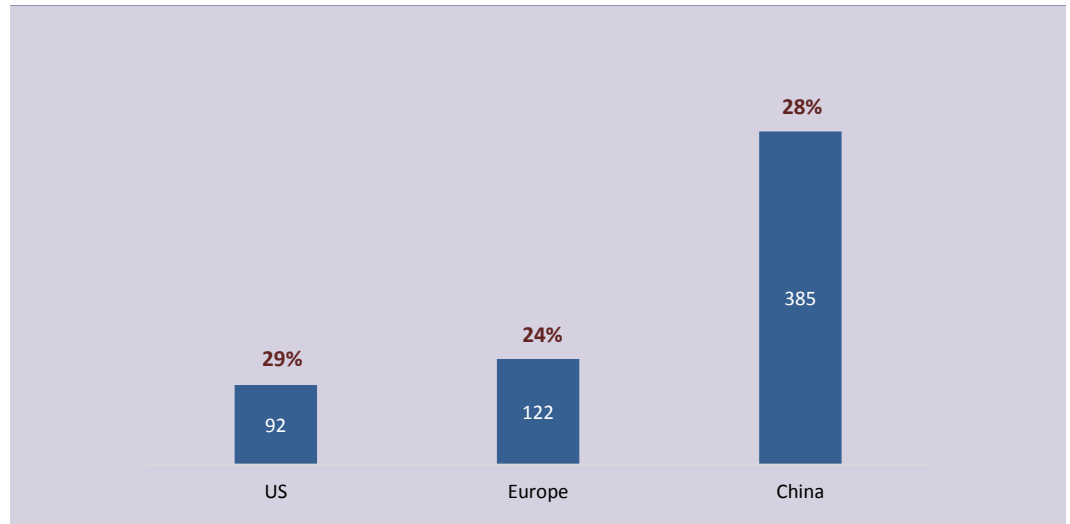


Source: Pew Research Center

Les Millénaires: la première force de consommation !

Les représentants de cette tranche d'âge représentent la première force de consommation. Ils regroupent plus de 385m de personnes en Chine (~28% de la population totale), 122m d'individus en UE (~24%) et 92m de spécimens Etats-Uniens (~29%). Au-delà de ce poids démographique, cette génération représentera, en 2020, plus d'un tiers des ventes au détail aux Etats-Unis et 53% de la consommation intérieure chinoise (contre ~45% aujourd'hui) selon le cabinet BCG.

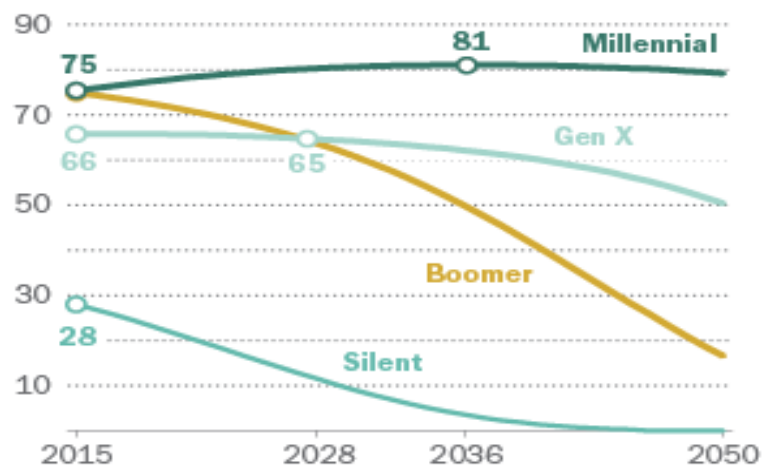
Fig. 10: Les Millénaires : leur nombre (en millions) et leur poids dans la population



Source: Pew Research Center

Leur nombre est sur le point d'excéder celui des « baby boomers ». C'est déjà le cas aux Etats-Unis.

Fig. 11: La population par génération (en millions) aux Etats-Unis



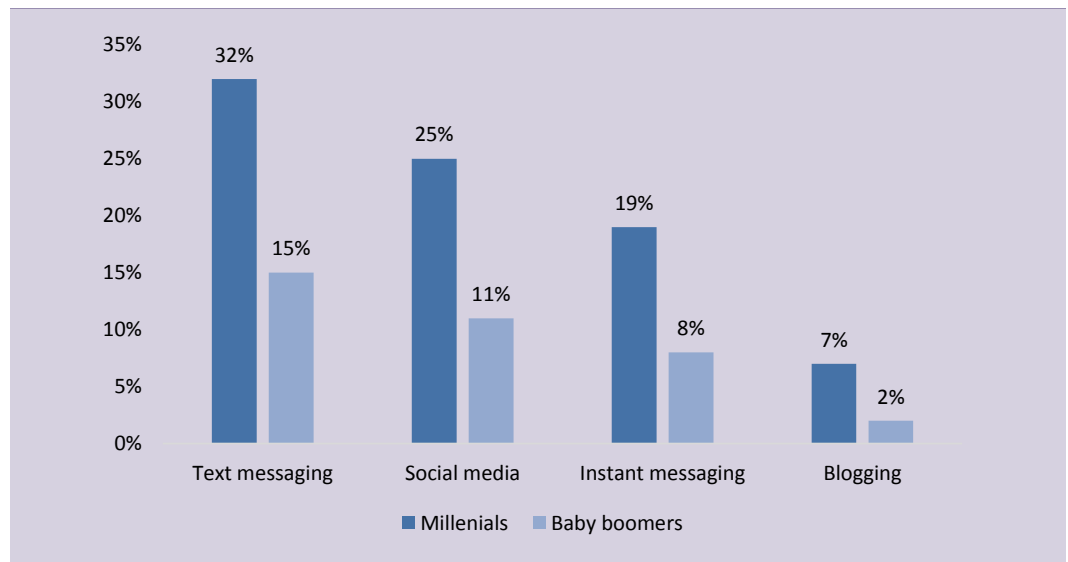
Source: Pew Research Center

Il est toujours périlleux d'attribuer des caractéristiques communes à tous les représentants d'une même génération mais les experts s'accordent en général à considérer que les Y présentent un socle commun:

Qu'est-ce qu'un Millénaire ?

- **Ils pensent « collectif ».** Contrairement aux croyances communes, cette génération est beaucoup moins individualiste que ses aînés, les membres de la génération X. Elle est ainsi très peu réceptive aux publicités sur le thème « moi contre le monde » et davantage à celles qui mettent en avant l'esprit d'équipe, la solidarité, l'appartenance à une communauté....
- **Ils relèguent le travail au second plan.** Les Y n'ont connu ni la guerre ni la dictature mais deux grandes récessions économiques : celle du début des années 2000 et celle de 2008...Il en résulte une conscience profonde que le travail n'est plus synonyme de sécurité. Cette génération revendique haut et fort un équilibre vie privée/vie professionnelle, ce qui passe par la demande d'horaires aménagés, de repos, de télétravail...
- **Ils sont tolérants.** Cette génération respecte profondément les droits des minorités. Leurs aînés, les X, pensaient qu'il fallait travailler à l'égalité des femmes, des homosexuels... Les Millénaires la considèrent comme acquise, à tort ou à raison. Ils soutiennent ainsi très largement les réformes politiques allant dans ce sens.
- **Leur utilisation des technologies est intensive.** Ils se renseignent sur les caractéristiques des produits, leur efficacité, comparent les prix, achètent et vendent en ligne.

Fig. 12: La génération connectée



Source: Prosper Insight & Analytics

- **Ils sont peu sensibles à la publicité.** Les études montrent que cette génération n'apprécie pas les publicités au contenu commercial explicite mais préfèrent celles qui leur fournissent des informations fiables et pertinentes. Ils sont de toute façon plus sensibles aux réseaux de pairs (facebook, blogs...) et consultent leur entourage afin de réaliser un achat.

Les millénaires devraient représenter à horizon 2025 50% de la population acheteuse de vins et de spiritueux

Les Y sont devenus la grande obsession de l'industrie des spiritueux qui a engagé une bataille farouche pour gagner le cœur et le porte-monnaie de cette génération. Pas une conférence ne se déroule sans qu'elle ne soit évoquée pour expliquer le lancement d'un produit, un changement marketing, le succès d'une marque ou au contraire son ralentissement. **Les millénaires devraient représenter à horizon 2025 50% de la population acheteuse de vins et de spiritueux (Advisium Group).** David Trone, propriétaire de Total Wine & More, a déclaré: *"The millennial market is extremely important. This generation is the future of our business, and they're shaping the way consumers shop for wine."*

Mais en quoi les goûts des Y divergent-ils de ceux des X? Alors que la génération X accorde beaucoup d'importance aux marques, les Millénaires privilégient les produits qui leur racontent une histoire. C'est pourquoi **la notion d'authenticité** est devenue clef. Par ailleurs, la consommation n'est plus une fin en soi. Les groupes de spiritueux ne peuvent pas se borner à fournir une bouteille d'alcool, aussi originale soit-elle. Dorénavant, on ne consomme plus uniquement un produit mais tout ce que son univers peut offrir. **Ce désir d'expérimentation** se révèle également à travers le produit lui-même qui est de plus en plus conçu spécifiquement pour créer une émotion ou une sensation.

3. L'authenticité

Alors que la génération X accorde beaucoup d'importance aux marques, les Millénaires privilégient les produits qui leur racontent une histoire. C'est pourquoi la notion d'authenticité est devenue clef. Elle explique tant la tendance *craft* que le succès de certaines catégories telles que les whisk(e)ys, le cognac, les spiritueux d'Amérique latine (tequila/mezcal) et les amers.

3.1. Le *craft*: "Small is beautiful"

L'industrie des spiritueux dans le monde occidental est bouleversée par l'émergence de la tendance *craft*. Le nombre de spiritueux se présentant comme tel a augmenté de 265% entre 2011 et 2015 (Mintel) ! Sur le premier semestre 2016, un lancement sur sept concernait une marque *craft* alors que la proportion était de un pour vingt en 2011. Ces produits répondent à la demande des Millénaires pour des produits plus authentiques, et porteurs d'une véritable histoire. Environ les trois quarts des américains de cette génération pensent que les alcools artisanaux sont de meilleure qualité que les grandes marques et sont disposés à payer plus cher pour ces produits. Ce pourcentage baisse à 55% si on pose la question à l'ensemble de la population consommatrice d'alcool. Même constat dans les autres pays: les spiritueux artisanaux sont considérés comme plus attirants que les grandes marques par environ la moitié des buveurs d'alcool en France (55%), en Italie (53%), en Allemagne (50%) et en Pologne (46%).

Le nombre de marques *craft* a augmenté de 265% entre 2011 et 2015 !

Le whisk(e)y est à l'heure actuelle la catégorie la plus concernée par cette tendance. En 2015, il représentait 43% des lancements de spiritueux artisanaux, soit 6 points de plus qu'en 2011. Le gin est juste derrière (23%). Toutefois, sa croissance est bien plus forte, le nombre de nouveautés ayant doublé entre 2011 et 2015.

Fig. 13: Poids du whisk(e)y et du gin dans les lancements mondiaux de spiritueux



Source: Mintel

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Tito's

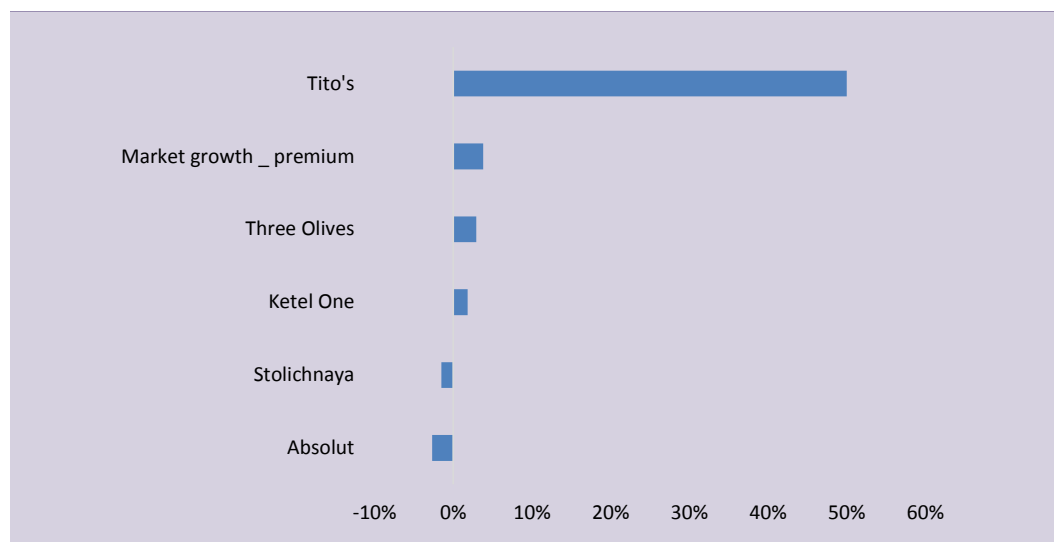


Source: Fifth Generation

La tendance artisanale est particulièrement forte aux Etats-Unis. Ce pays représente 49% des lancements de spiritueux craft et compte 1280 distillateurs proposant ce type de produits, un nombre en progression de 16% par rapport à 2007. Cet essor s'explique en partie par la nature consolidée du système de distribution. Les autres pays occidentaux ont suivi. La consommation par habitant de spiritueux artisanaux en Australie dépasse maintenant celle aux Etats-Unis. Des ingrédients locaux comme la tomate du bush et la baie poivrée sont utilisés dans les préparations. L'Europe n'est pas en reste. 42% des lancements de spiritueux artisanaux ont lieu dans cette région.

Les distilleries artisanales grignotent les parts de marché des grands groupes, que leur revendication *craft* soit justifiée ou non. Seul importe la perception des consommateurs. La marque Tito's en est un bon exemple. Elle a enregistré un taux de croissance annuel moyen (en volume) de 50% pendant les cinq dernières années alors que dans le même temps le marché de la vodka premium (prix par bouteille compris entre 15 et 25\$) progressait de 3,8%. Les consommateurs se sont concentrés sur la caractéristique « handmade » (bien visible sur la bouteille) et ont fait l'impasse sur des méthodes de production résolument industrielles.

Fig. 14: Taux de croissance annuel moyen (en volume) des marques premium



Source: Impact Databank

Les conséquences pour les grands acteurs de cette nouvelle concurrence sont une faiblesse des volumes, une perte du pouvoir de fixation des prix et une érosion de la marge qui résulte de l'augmentation des investissements. Pour faire face, ils ont changé leur communication en mettant en avant l'histoire et les attributs de la marque. Leur argumentaire est le suivant: le *craft* n'est pas une histoire de taille mais d'authenticité, une qualité que possèdent bon nombre de leurs marques plusieurs fois centenaires mais qui est dissimulée derrière la taille de l'organisation. L'exemple du whiskey Clan Campbell est emblématique. Il y a 10 ans, les publicités présentaient un monde presque effrayant enveloppé de mystère, de légendes, de brouillard, le tout dans une mise en scène très cinématographique. A l'heure actuelle, elles mettent l'accent sur les origines du clan Campbell et le savoir-faire des hommes.

Fig. 15: Les publicités du Clan Campbell avant...



Fig. 16: ...et maintenant



Source: Pernod Ricard

Les distilleries ont acquis une place prépondérante dans les campagnes de communication des grands groupes. Elles servent de toile de fond à un grand nombre de publicités: « A look inside » de Jim Beam, « Old Fashioned » de Jack Daniel's, « Unusual » de Hendricks Gin... Parallèlement, on assiste à une véritable starification des maitres distilliers. Brown-Forman a ainsi créé une série limitée dédiée aux sept maitres distilliers de la marque Jack Daniel's, le premier étant Jack lui-même. C'était une occasion parfaite de revenir sur l'histoire de sa marque emblématique. De son côté, Pernod Ricard a lancé l'édition limitée The Master Distiller's Reserve qui est consacrée au maitre distillier de The Glenlivet... Enfin, Campari a créé Russel's Reserve en l'honneur de de la famille Russell's qui a donné deux maitres distilliers (Jimmie et son fils Eddie) à Wild Turkey, bourbon racheté par la société italienne à Pernod Ricard en 2009. Ils ont même fait une tournée sur les marchés clefs de la marque, les Etats-Unis et l'Australie.

Fig. 17: Les maitre distilliers mis à l'honneur dans les éditions limitées

Jack Daniel's Master Distiller Series n°1/2/3

The Master Distiller's Reserve

Russel's Reserve



Source: Brown-Forman, Pernod Ricard, Campari

Au-delà des efforts fournis en termes de communication, les groupes peuvent décliner leurs marques existantes en des variantes plus adaptées aux goûts de la génération du Millénaire, qu'il s'agisse ou non d'éditions limitées. Pernod Ricard a ainsi créé Absolut Elyx qui se présente comme « handcrafted » et dont le prix est deux fois plus élevé qu'Absolut Blue, tandis que Diageo a lancé Blender's Batch, version *craft* de Johnnie Walker.

Fig. 18: Absolut Elyx



Fig. 19: Johnnie Walker Blender's Batch



Source: Pernod Ricard, Diageo

La création ex-nihilo d'une marque *craft* par un grand groupe est également possible. Brown-Forman a ainsi lancé pour la première fois en vingt ans un nouveau bourbon. Son nom - Coopers' Craft - laisse peu de doutes quant à la volonté du géant américain de capitaliser sur le succès des distilleries artisanales. Pernod Ricard est à l'origine de l'initiative Our Vodka qui est en partie distillée, assemblée et embouteillée à la main dans des microdistilleries implantées dans les métropoles du monde entier (Berlin, Londres, Détroit, Amsterdam...). Elles sont en général gérées par des entrepreneurs locaux qui distribuent leur production hors des circuits traditionnels. Si la recette ne diffère pas, les ingrédients sont produits localement dans la mesure du possible.

Fig. 20: Le nouveau bourbon de Brown-Forman



Fig. 21: Our Vodka de Pernod Ricard



Source: Brown-Forman, Pernod Ricard

Le gin Monkey 47, racheté par Pernod Ricard



Source: Pernod Ricard

Les grands groupes peuvent également se porter acquéreur d'une marque *craft*. Une des premières opérations a été l'acquisition en 2010 par William Grant & Sons de la marque artisanale Hudson Whiskey créée par la distillerie Tuthilltown Spirits. On peut également noter le rachat du bourbon Angel's Envy par Bacardi en 2015, celui du gin Monkey 47 par Pernod Ricard, de High West Distillery par Constellation et du Domaine des Hautes Glaces par Rémy Cointreau en 2016. **Des fonds de capital-risque ont également été mis en place.** Diageo a créé en 2013 Distill Ventures qui a réalisé des investissements dans une dizaine d'entreprises. Constellation Ventures a servi au groupe Constellation à acquérir des participations minoritaires dans Crafthouse Cocktails (Chicago) et Nelson's Green Brier Distillery (Tennessee). **Cependant, il existe un risque que le consommateur se sente dupé.** Le dilemme est insoluble: les consommateurs assimilent l'authenticité et le local et les marques *craft* se présentent elles-mêmes comme local, ce qui explique que leurs noms proviennent souvent d'une localité: the City of London Gin Distillery, Brighton Gin... Mais pour se développer une société a besoin de générer des ventes à l'international, un impératif que n'avaient pas les brasseurs et les distilleurs du Moyen-Age. Certaines actions en justice ont ainsi été intentées contre Maker's Mark ou Tito's...

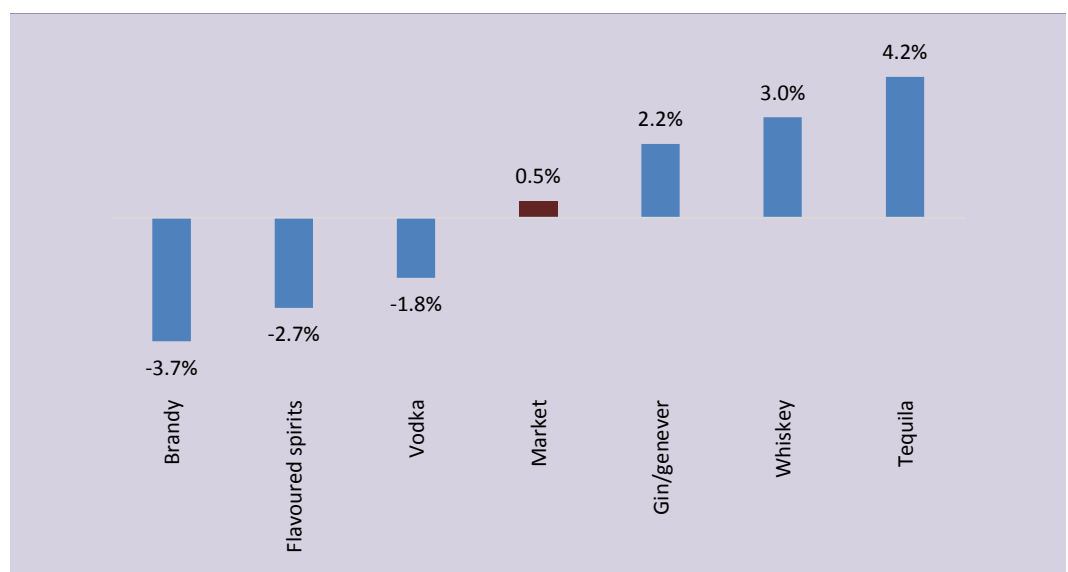
3.2. Les catégories à la mode

La quête d'authenticité des Millénaires a permis l'émergence de la tendance *craft* mais a également entraîné des changements de dynamique de croissance entre les catégories et un intérêt tout particulier porté aux alcools bruns (whiskeys et cognac) et aux catégories de niche telles que la tequila/le mezcal et les amers.

3.2.1. Les whisk(e)ys

En 2015, le whisk(e)y s'est illustré comme l'une des catégories de spiritueux les plus dynamiques. Ses volumes ont progressé de 3% dans un marché en hausse de 0,5% (IWSR). **Il devrait afficher un taux de croissance annuel moyen (volume) de 4% sur les cinq prochaines années alors que les ventes globales de spiritueux sont attendues en croissance de 0,5%**

Fig. 22: Croissance par catégorie de spiritueux (en volume), 2015

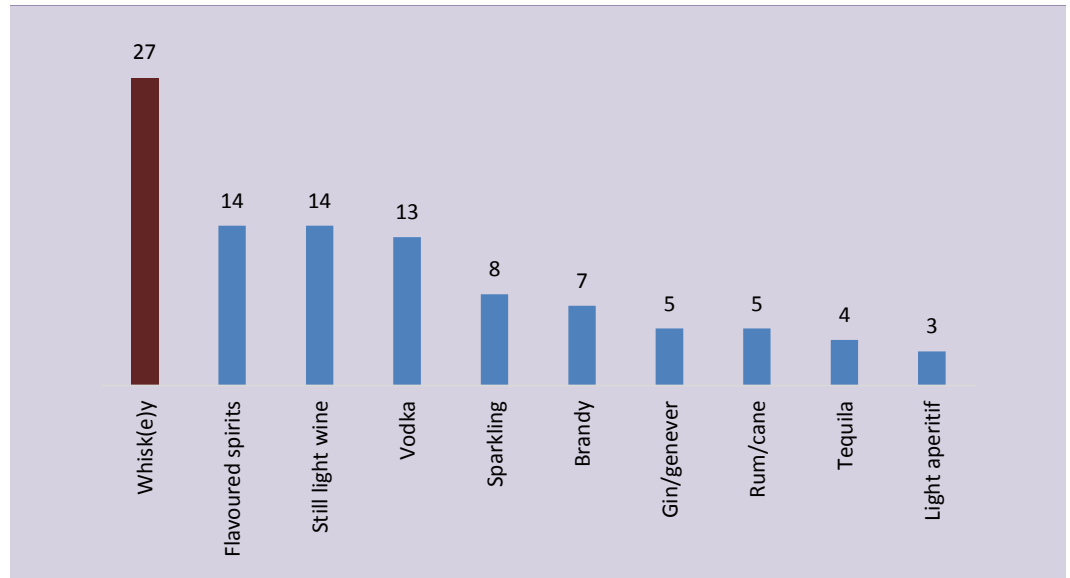


Source: IWSR

Le whisk(e)y est l'une des catégories de spiritueux les plus dynamiques

Le whisk(e)y est ainsi la catégorie la plus représentée dans le classement des 100 marques d'alcool les plus puissantes de IWSR. 27 marques y figurent.

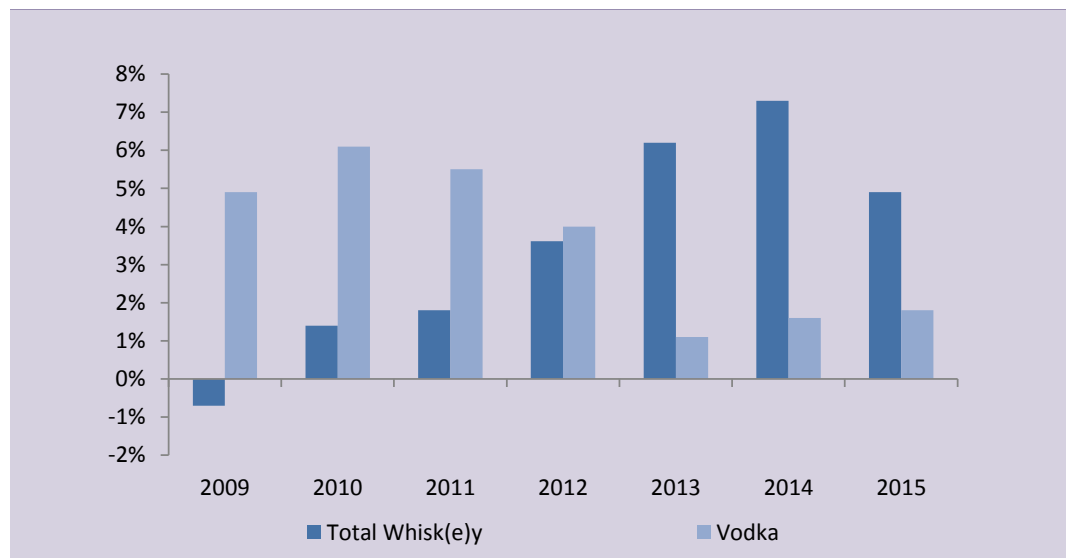
Fig. 23: Les 100 marques d'alcool les plus puissantes par catégorie



Source: IWSR

La tendance est particulièrement marquée aux Etats-Unis. Après des années de domination de la vodka, les consommateurs montrent un intérêt renouvelé pour les whisk(e)ys. En 2015, leur taux de croissance (en volume) a atteint 4,9% alors que la vodka n'a augmenté que de 1,8%.

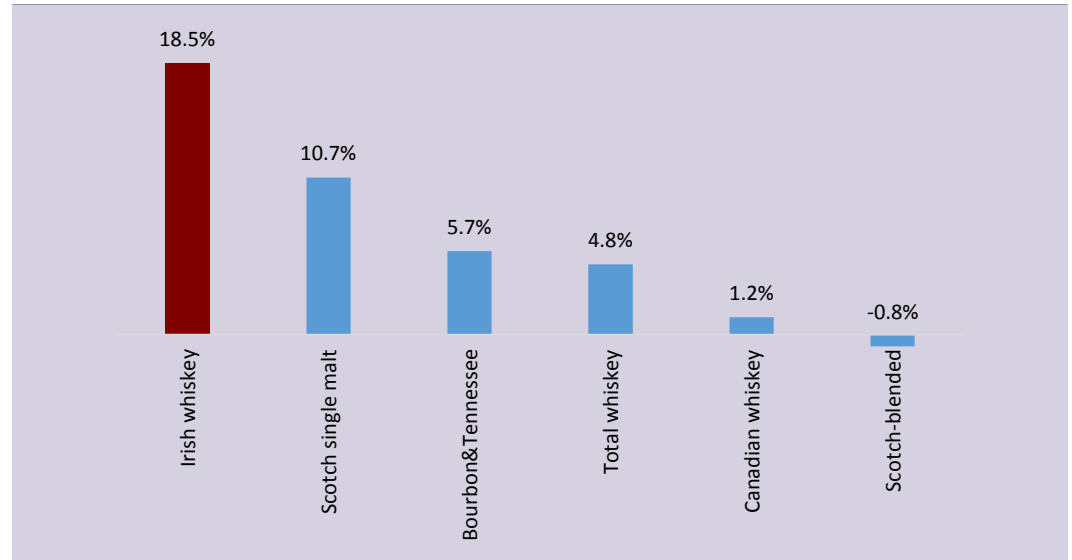
Fig. 24: Whisk(e)ys/vodka: taux de croissance en volume



Source: DISCUS

Toutes les variétés sont dynamiques mais on constate néanmoins une surperformance du whiskey irlandais, du scotch single-malt et du bourbon/tennessee.

Fig. 25: Croissance moyenne (en volume) sur les cinq dernières années des différentes variétés de whisk(e)ys, Etats-Unis



Source: DISCUS

Cette renaissance des whiskeys s'explique principalement par un changement générationnel.

Comme nous le disions précédemment, les Y se montrent soucieux de la notion d'héritage et affichent donc un intérêt marqué pour l'authenticité, une qualité que l'on attribue facilement aux whisk(e)ys pour des raisons évidentes:

- Les règles régissant la production sont strictes et dépendent de la variété (bourbon, Scotch...)
- Un vieillissement est requis
- La plupart des marques de whisk(e)ys ont un packaging qui n'a pas changé depuis des décennies et une histoire habilement mise en avant dans des visites de distillerie en plein développement

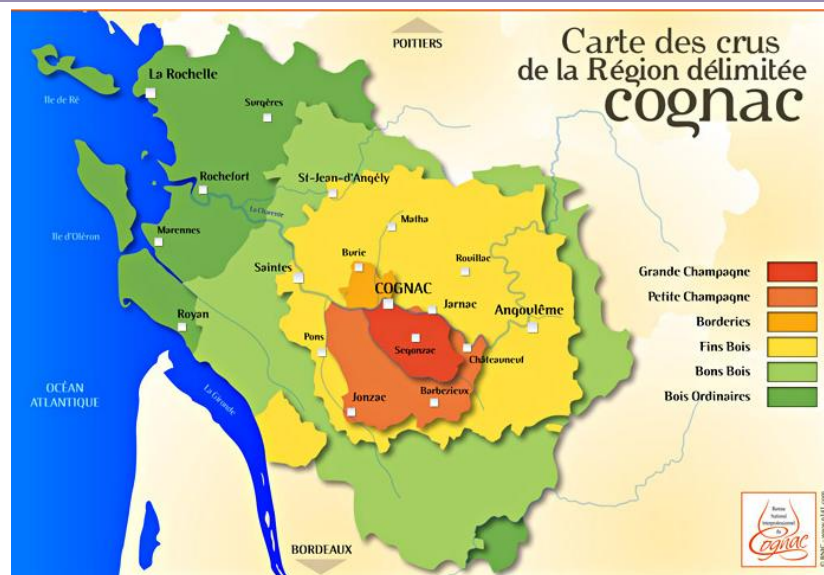
A l'inverse, la vodka ne correspond pas aux attentes de cette génération. Elle ne requiert aucun vieillissement et dispose de faibles barrières à l'entrée donnant lieu à une offre pléthorique. Bien souvent, elle n'a pas de goût propre. La multiplication des variantes aromatisées a véritablement achevé de convaincre les Y que la vodka n'était rien de plus qu'un produit de grande consommation, d'où le rétro-pédalage des groupes qui écrèment leur portefeuille d'aromatisés.

Les Millénaires apprécient les règles de production strictes du whisk(e)y et du cognac

3.2.2. Le cognac

Le cognac était autrefois largement dépendant d'un seul marché: le Japon dans les années 90 et la Chine dans les années 2000. Il est à présent très largement soutenue par la génération Y des pays développés qui apprécie son authenticité. N'oublions pas en effet que le cognac est une appellation d'origine contrôlée. Les récoltes se font sur un territoire délimité d'environ 75 000 hectares qui s'étend sur la Charente-Maritime, une grande partie de la Charente et quelques communes de la Dordogne et des Deux-Sèvres. La distillation s'effectue en deux chauffes et l'eau-de-vie titrant 70° qui est ainsi obtenue ne peut être stockée que dans des fûts de chêne. Il existe par ailleurs des normes légales relatives à l'âge des eaux-de-vie. Un VS est ainsi un cognac dont l'eau de vie la plus jeune entrant dans l'assemblage doit avoir au moins deux ans (VSOP: minimum 4 ans et XO : minimum 6 ans). Enfin, la qualité du produit n'est pas la même selon la provenance des raisins. Les vignobles de Grande et Petite Champagne (zone autour de Segonzac, Jonzac et Barbezieux) produisent des eaux-de-vie de qualité supérieure.

Fig. 26: Carte des crus



Source: BNIC

1738



Source: Rémy Cointreau

La rareté même du cognac est un gage supplémentaire de son authenticité. Les barrières à l'entrée sont élevées du fait de la lourdeur des investissements. Le cognac est une industrie oligopolistique. Quatre marques de cognac se partagent environ 80% du marché (84% des ventes et 78% des volumes): Rémy Martin (Rémy Cointreau), Martell (Pernod Ricard), Courvoisier (Beam Suntory) et Hennessy (LVMH).

Le cognac connaît un fort succès aux Etats-Unis. Autrefois consommé par les Afro-Américains qui cherchait une boisson différenciante par rapport à celles des WASP, il est aujourd'hui plébiscité par un vaste public. En 2015, les volumes de la catégorie ont progressé de 7,2%. Le marché reste très fortement dominé par le VS mais les catégories supérieures (surtout VSOP) se développent. En atteste le succès du produit 1738 de Rémy Cointreau dont les ventes ont augmenté de 50% en 2015/16.

Fig. 27: Croissance en volume du marché du cognac aux Etats-Unis

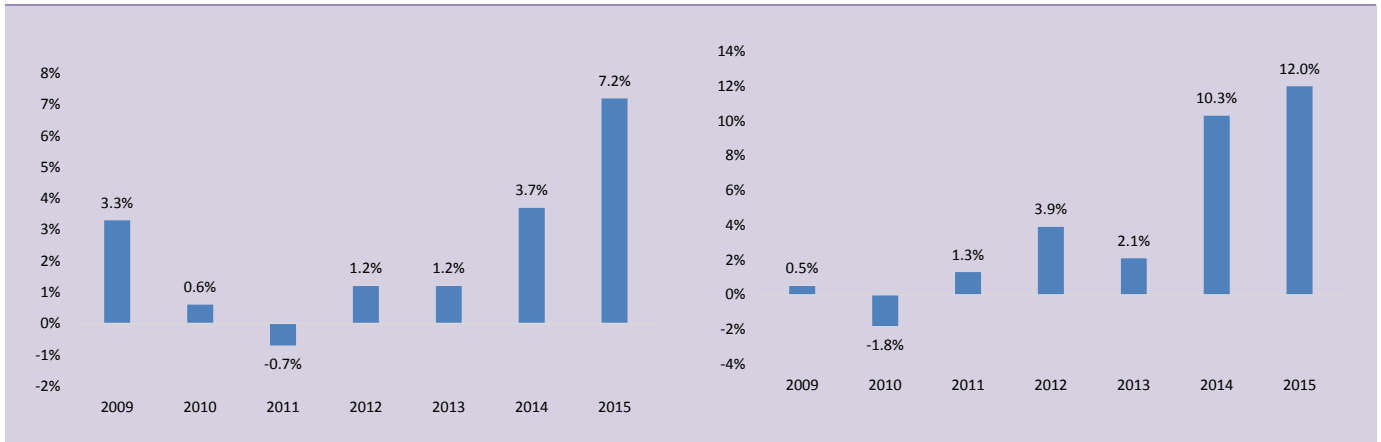
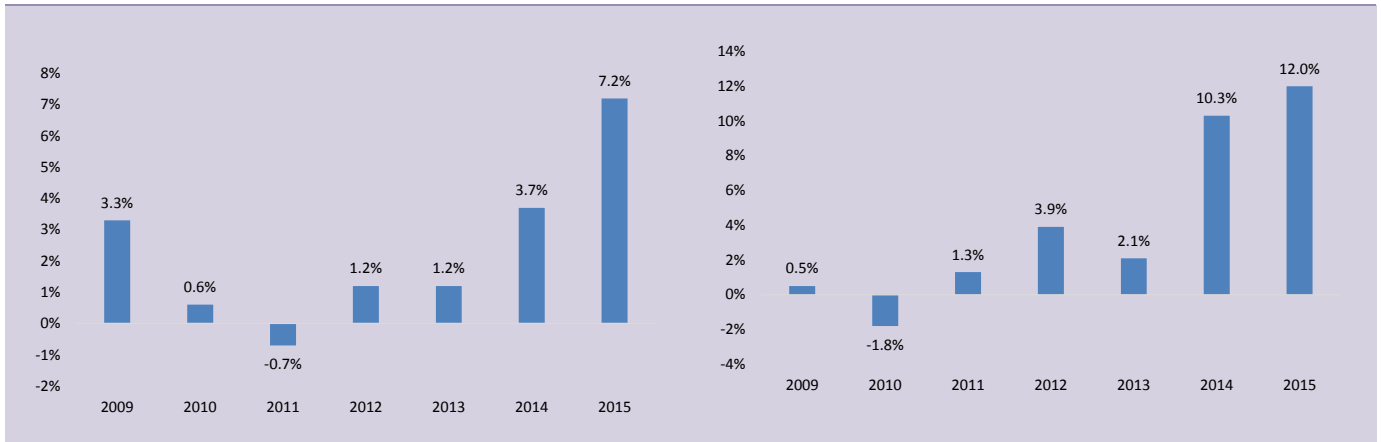


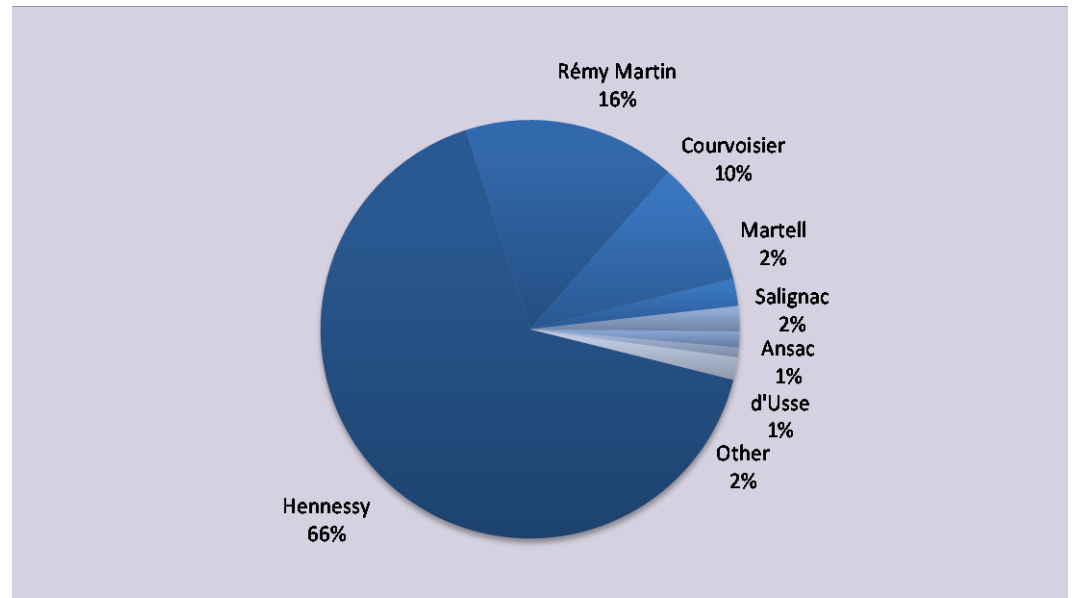
Fig. 28: Croissance en valeur du marché du cognac aux Etats-Unis



Source: DISCUS

Avec une part de marché de 66% en volume, Hennessy est très nettement leader, suivi par Rémy Martin (PDM: 16%). Le succès de la catégorie a incité un certain nombre d'acteurs à renforcer leur exposition aux Etats-Unis. C'est notamment le cas de Pernod Ricard. Sa marque Martell ne génère à l'heure actuelle que 3% de son CA dans le pays. La catégorie dans son ensemble devrait bénéficier de cette hausse des investissements. A l'heure actuelle, elle se trouve encore à un stade embryonnaire. Des efforts en termes de merchandising doivent être faits.

Fig. 29: Parts de marché en volume des différents acteurs du cognac, Etats-Unis

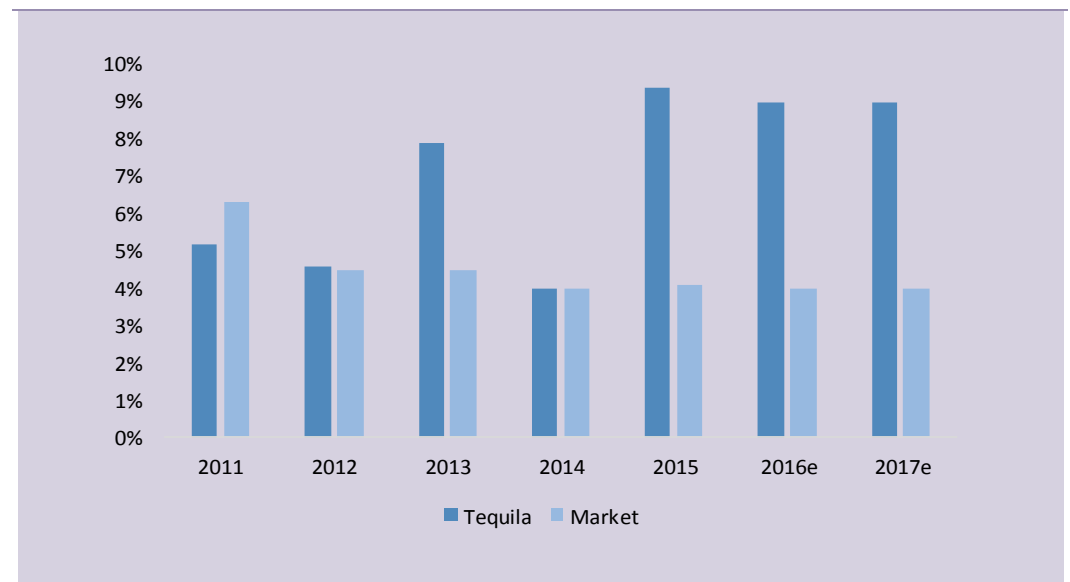


Source: Impact Databank

3.2.3. Smells like Latin Spirits

Derrière le succès de la tequila se trouve le désir d'authenticité des Millénaires. Pour avoir l'appellation «tequila», l'eau-de-vie doit être produite dans une zone géographique délimitée: l'état de Jalisco et quelques territoires limitrophes (municipalités des États de Nayarit, Michoacán, Guanajuato et Tamaulipas...). **Les Etats-Unis sont le premier pays consommateur de tequila dans le monde devant le Mexique. La catégorie y a affiché un taux de croissance annuel moyen de 9,4% en 2015**, au-dessus de la moyenne des cinq dernières années (+6,2%). Nous estimons un taux de croissance annuel moyen de 9% sur les deux prochaines années dans le pays. A moyen terme, le marché chinois recèle un fort potentiel. Les autorités n'ont levé qu'en 2013 l'interdiction des variétés réalisées à 100% à partir d'agave.

Fig. 30: Etats-Unis: croissance des ventes (valeur) de tequila par rapport au marché des spiritueux



Source: DISCUS, Bryan, Garnier & Co

Les groupes ont mené des acquisitions afin de corriger leur sous-exposition à la tequila. Elles ont été particulièrement nombreuses sur l'année 2014. Constellation a racheté Casa Noble et Pernod Ricard une participation majoritaire dans Avion. Mais c'est Diageo qui a été le plus actif en acquérant Peligroso, DeLeon et les 50% restants de Don Julio, sa JV avec José Cuervo.

Le mezcal a suscité récemment un regain d'intérêt de la part des consommateurs. Il est considéré comme plus authentique que la tequila car les plantes sont récoltées dans la nature plutôt que dans les fermes et que des techniques de fermentation naturelles sont utilisées. Ce n'est donc pas une surprise que des rumeurs font état de la volonté de Pernod Ricard de créer une marque en interne. Dans le cadre de sa stratégie de montée en gamme, Rémy Cointreau pourrait avoir recours à des acquisitions et le mezcal a déjà été cité par la société comme une des cibles potentielles.

Apérol Spritz



Source: Campari

3.2.4. Les amers

Les amers connaissent une véritable renaissance. Ils sont consommés comme apéritif, digestif ou tonique depuis des siècles mais nombreux sont les Millénaires qui les découvrent pour la première fois. Le succès d'Apérol est fulgurant. Son goût amer moins prononcé et sa faible teneur en alcool lui permet d'attirer la population jeune et la gente féminine. Ses volumes ont augmenté de 9% en 2015. C'est une nette surperformance par rapport aux marques concurrentes. Fernet Branca, Campari et Jagermeister ont enregistré une progression de leurs volumes de respectivement 3%, 2% et 1% sur l'année. Les performances en France, au Royaume-Uni, en Espagne et aux Etats-Unis sont particulièrement impressionnantes grâce à l'Apérol Spritz. Ce cocktail qui se compose traditionnellement d'Apérol allongé de vin effervescent et d'eau pétillante se consommait depuis les années 20 mais seulement en Vénétie. Campari l'a d'abord déployé dans les bars branchés des capitales avant qu'il n'investisse les provinces et les établissements de second rang. L'offre de produits s'étoffe sous l'effet du succès de la catégorie. Martini a ainsi relancé un amer qui existait aux origines de la marque mais qui avait été délaissé: le Martini Bitter. De son côté, Pernod Ricard a développé Essence of Cuba dont l'amertume est supposée rehausser les saveurs du rhum Havana Club et Jameson Bitters, mélange de Jameson et d'un mélange amer de vermouth, de gentiane et de ginseng.

Fig. 31: Les principaux amers et leur croissance

Brand	Owner	2011	2012	2013	2014	2015	% 2014-15
Jagermeister	Mast-Jagermeister	6.8	6.9	7.2	6.8	6.9	1%
Fernet Branca	Fratelli Branca Distillerie	3.5	4.2	5	5.2	5.3	3%
Campari	Campari	2.8	2.9	3	3.1	3.2	2%
Aperol	Campari	2.6	2.6	2.6	2.7	3.0	9%

Source: Drinks International

L'engouement que connaît à l'heure actuelle la catégorie des amers va de pair avec la mode des cocktails classiques. La quête de l'authenticité, aussi appelée l'effet Mad Men (du nom de la série éponyme), a abouti à la redécouverte de ces cocktails. Ils font la part belle aux amers, une catégorie qui a été durement affectée par la mise en place de la Prohibition. Le Campari est ainsi un ingrédient des cocktails Negroni et Americano tandis que l'Angostura est utilisé dans la fabrication du Old Fashioned et du Manhattan...

Cet engouement a par ailleurs abouti à un regain d'intérêt pour les marques vintage. L'exemple du succès en France des vieux apéritifs est emblématique. Ces derniers ont connu leur heure de gloire mais ont largement été détrônés au fil du temps par le whisk(e)y après la guerre puis la bière et le vin. La marque Suze (à base de gentiane) amorce ainsi sa reprise. Son propriétaire, Pernod Ricard, a cherché à tirer parti du succès de l'Apérol Spritz en lançant sa propre version à base de Suze. De manière surprenante, le Byrrh, un alcool à base de vin et de quinquina très populaire dans les années 50, regagne également de la notoriété. En septembre 2016, Pernod Ricard a créé un service dont la mission est de ressusciter les vieux apéritifs en France. Des débouchés existent aussi hors de l'Hexagone, notamment au Japon et aux Etats-Unis. L'acquisition de Grand Marnier par Campari résulte en partie de ce regain de faveur des spiritueux traditionnels. Le groupe italien a été attiré par l'héritage de la marque et son caractère iconique.

Fig. 32: Suze



Fig. 33: Byrrh



Source: Pernod Ricard

4. L'expérimentation

Selon Mr Mauricio Vergara, directeur marketing de l'Amérique du Nord pour le groupe Bacardi, « *Millennials are not about acquiring products, but about acquiring experiences* ». La recherche d'expériences est le moteur principal de cette nouvelle génération. Consommer n'est donc plus une fin en soi. Au-delà du plaisir que procure l'acte d'achat, une nouvelle forme de satisfaction attire les consommateurs: tout en consommant, ils cherchent à se faire plaisir autrement, en quête d'expériences et de sensations fortes.

4.1. Des nouvelles expériences de consommation

Les groupes de spiritueux ne peuvent pas se borner à fournir une bouteille d'alcool, aussi originale soit-elle. Dorénavant, on ne consomme plus uniquement un produit mais tout ce que son univers peut offrir. Les manifestations sont nombreuses: changements marketing, émergence de la mixologie, importance des nouvelles technologies, considérations éthiques...

4.1.1. Un marketing plus « aventureux »

Les Y sont peu sensibles aux techniques de marketing traditionnels pour la simple raison qu'ils rejettent les publicités au contenu commercial explicite. Les sociétés doivent donc rivaliser d'ingéniosité pour créer une connexion avec les consommateurs. Les modifications qu'ils ont apportées à leur campagne marketing résultent de leur prise de conscience de l'importance de l'expérience pour les Millénaires.

Les publicités ont été recentrées autour de la notion d'aventure. A titre illustratif, on peut citer le spot TV « Fly Beyond » de Bacardi pour sa vodka Grey Goose. Elle met en scène un groupe d'amis qui s'embarquent pour un voyage en dirigeable au cours duquel ils regardent un film en noir et blanc dans le ciel en buvant un Grand Fizz, un cocktail fabriqué à partir de Grey Goose.

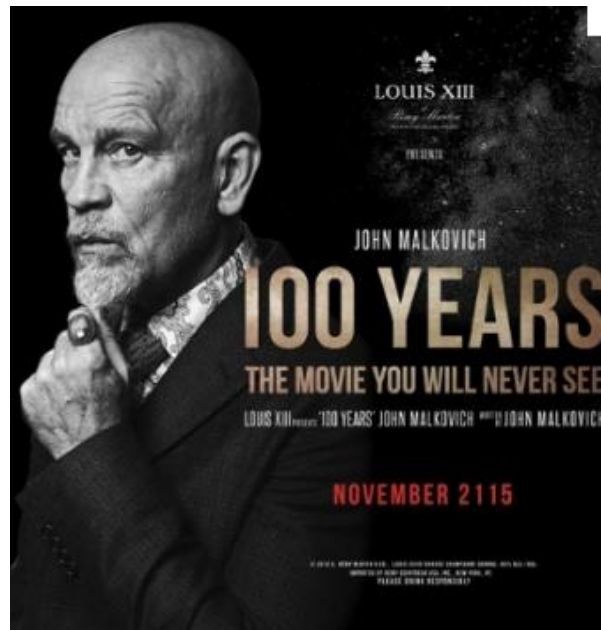
Fig. 34: Le spot TV Fly Beyond de Bacardi



Source: Bacardi

Des supports innovants sont également employés. Le film créé par Rémy Cointreau avec l'appui de John Malkovich et intitulé «100 Years, The Movie You Will Never See» en est l'exemple le plus probant. Il a été placé dans un coffre qui est supposé s'ouvrir automatiquement le 18 novembre 2115. Des clients potentiels ont reçu des invitations à assister à la première du film qui sont destinées à leurs descendants. Les cents ans sont une évocation de l'âge des eaux de vie contenues dans une bouteille de Louis XIII, produit emblématique du groupe. Mr Ludovic de Plessis, directeur général de la marque, n'a pas fait un mystère de sa volonté de cibler les Millénaires: *"it is a way to talk to millennials by not giving them instant gratification. It provokes their imagination. With Google, you can find everything. We are forcing them to stop everything and think."*

Fig. 35: 100 Years, The Movie You Will Never See



Source: Rémy Cointreau

Les marques créent aussi des événements permettant à leurs consommateurs de vivre une expérience unique. Bacardi a installé des bars de plage éphémères dans une vingtaine de localités autour du monde (Ibiza, The Hamptons...). Des accords mets et cocktails estampillés Grey Goose (notamment le Grand Fizz) étaient proposés lors de brunchs et de diners. De son côté, Rémy Cointreau est à l'origine de la Tournée d'Été Cointreau Fizz: un bar mobile faisait le tour des terrasses de plusieurs villes de France en invitant les clients à créer leur propre Cointreau Fizz.

Fig. 36: Cointreau Fizz's Summer Tour in France


Source: Rémy Cointreau

Une autre solution est de **créer des réseaux de consommateurs** qui donneront aux Millénaires des informations précises concernant la marque tout en satisfaisant leur désir d'expérience. La marque Patron a par exemple créé le Patron Social Club dont les membres ont accès à des événements (diners..), des promotions et des informations privilégiées.

Fig. 37: Le Social Club de la marque de tequila Patron


Source: Patron

4.1.2. L'émergence de la mixologie

Les bars à cocktail haut de gamme fleurissent dans les métropoles du monde entier. En moins d'un an, une trentaine d'établissements se sont ouverts à Paris. Ils n'existaient pas avant l'ouverture de l'Experimental Cocktail Club en 2007. En Chine se sont créés 800 bars à cocktails au cours des deux dernières années. **Parallèlement, on assiste à une professionnalisation du métier de barman qui est bien souvent appelé maintenant un mixologiste. Il renoue avec la vocation artistique qui lui incombait autrefois en mettant au point des cocktails de plus en plus élaborés. Réalisés au plus proche des grandes recettes historiques, ils suivent des codes et des techniques de fabrication très précises, à l'instar de celles employées lors de l'âge d'or des cocktails dans les Etats-Unis d'avant la prohibition.** Le phénomène est avant tout générationnel : les Millénaires sont les principaux adeptes du cocktail. Un peu dépassés au début, les groupes multiplient aujourd'hui les initiatives. Pernod Ricard connaît ainsi un fort succès avec *World's Best Bars*. Ce site internet dédié aux cocktails répertorie les meilleurs bars du monde et propose des recettes et des tutoriels vidéos. Les marques de tequila du groupe français, Olmeca et Altos, proposent une boîte à outils permettant aux consommateurs de réaliser leurs propres cocktails.

Fig. 38: La boîte à outils de Olmeca et Altos



Source: Pernod Ricard

De son côté, Rémy Cointreau est à l'origine du Collectif 1806, un regroupement de professionnels barmen de haut niveau originaires du monde entier. Un site internet privé est mis à leur disposition. Ils ont également accès à des cours et participent à des voyages thématiques (par exemple sur l'Île d'Islay).

4.1.3. Le rôle des nouvelles technologies

Les nouvelles technologies permettent aux groupes de satisfaire la dimension spectacle recherchée par les consommateurs. Les bouteilles connectées se multiplient. Rémy Cointreau en a créé une capable de détecter la première ouverture du flacon de cognac à l'aide d'un capteur et de confirmer ainsi au consommateur qu'il ne s'agit pas d'une contrefaçon. Le scan avec le téléphone des bouteilles connectées de Malibu donnent accès à des playlists de musique, des recettes ou des adresses de bars.

Fig. 39: La bouteille connectée de Club



Fig. 40: La bouteille connectée de Malibu



Source: Rémy Cointreau, Pernod Ricard

D'autres initiatives voient le jour. Dans le cadre du lancement d'Absolut Electrik, Pernod Ricard a créé l'Electrik House où les invités pouvaient déguster des cocktails préparés par des drones. En Corée, la société a mis en place un système de points qui sont engrangés en partageant des cocktails, en s'inscrivant à des cours de mixologie ou en participant à une soirée. Ils donnent ensuite droit à des avantages spéciaux comme des boissons gratuites, des invitations à des soirées exclusives et des cadeaux d'anniversaire Absolut.

4.1.4. Des considérations éthiques

La génération du Millénaire est plus socialement responsable que celles qui l'ont précédée. Leurs choix se portent vers des marques qui proposent un but supérieur à celui de la simple consommation. Ils sont prêts dans leur majorité à dépenser davantage pour les produits socialement responsables.

Fig. 41: % de personnes qui se disent désireuses de dépenser davantage sur des produits socialement responsables



Source: Nielsen 2014 (Etats-Unis)

Conscient de cet état de fait et désireux de capter l'attention des Y, Pernod Ricard a lancé en Espagne une nouvelle marque de rhum baptisée «Ritual». Pour l'achat de toute bouteille, le consommateur a l'opportunité de partager la valeur créée en la réinvestissant dans une cause qui lui tient à cœur. Pour cela, il est invité à se rendre sur un site de financement participatif (ronfunding.com), ou sur un site permettant de soutenir des projets développés par des Millénaires ayant un impact positif sur la société. De son côté, Campari a organisé la Negroni Week afin de lever des fonds pour des causes locales choisies par les partenaires du groupe à travers le monde.

Fig. 42: La Negroni Week



Source: Campari

4.2. Des nouveaux produits

Mais l'exploration sensorielle se révèle aussi à travers le produit lui-même, conçu spécifiquement pour créer une émotion ou une sensation. Les implications sont nombreuses: succès des aromatisés, abolition des frontières entre les catégories, et recherche de spiritueux « sains ».

Fireball



Source: Sazerac

4.2.1. Les aromatisés

Les Millénaires apprécient l'originalité et montrent donc un vif intérêt pour les spiritueux aromatisés. Ils seraient même prêts à déboursier 10% de plus si la saveur est originale et attise leur curiosité (Nielsen). 14 spiritueux aromatisés figurent ainsi dans le classement IWSR 2015 des 100 marques d'alcool les plus puissantes. Les whisk(e)ys aromatisés sont particulièrement appréciés. Il s'agit surtout de bourbon/tennessee/rye comme Jack Daniel's, Jim Beam, Evan Williams ou Wild Turkey mais des whiskeys canadiens (Crown Royal et Black Velvet) affichent également des performances très solides.

Les Etats-Unis ont été précurseurs comme cela est presque toujours le cas. Les volumes de whisk(e)ys aromatisés y ont progressé de 28% en 2015 (Impact Databank). Le marché est encore très largement dominé par Fireball de Sazerac. Ce whiskey aromatisée à la cannelle a augmenté de 11% l'année dernière et sa taille a été multipliée par presque dix en cinq ans. Crown Royal Regal Apple (Diageo) est le deuxième produit le plus vendu moins de deux ans après son lancement. Mais le succès le plus impressionnant est sans doute celui de Jim Beam Apple qui a atteint 140 000 caisses quelques mois après avoir été lancé en 2015. Des relais de croissance pour les whisk(e)ys aromatisés existent hors des Etats-Unis, notamment au Royaume-Uni, au Japon, en France et en Australie, des marchés qui ont jusqu'à présent été sous-investis.

Fig. 43: Les principales marques de whisk(e)ys aromatisés aux Etats-Unis

Brand	Company	2014	2015	% change
Fireball	Sazerac	3940	4375	11%
Crown Royal Regal Apple	Diageo	100	850	750%
Jack Daniel's Tennessee Honey	Brown-Forman	670	679	1%
Jack Daniel's Tennessee Fire	Brown-Forman	77	406	427%
Wild Turkey American Honey	Campari	341	349	2%
Red Stag	Beam Suntory	365	345	-6%
Total leading brands		5493	7004	28%

Source: Impact Databank

Aussi surprenant que cela puisse paraître, les spiritueux aromatisés au cannabis recèlent un vrai potentiel. Le nombre de produits qui arrivent sur le marché américain a connu une croissance exponentielle sur les dernières années. On peut notamment citer Humboldt's Finest de California's Humboldt Distillery et Shotka de MBWS. Ils ne contiennent à l'heure actuelle pas de THC, la principale substance psychotrope dans le cannabis. Mais la législation évolue rapidement, de telle sorte que l'industrie des boissons est en train d'explorer la possibilité de proposer des spiritueux narcotiques dans les prochaines années. Après seulement quelques années d'existence, le marché légal du cannabis aux Etats-Unis a la même taille que celle des marchés combinés du cidre et des prêt-à-boire. A l'heure actuelle, 29 Etats américains ont légalisé la marijuana pour des raisons tant récréatives que médicales.

Fig. 44: Shotka



Fig. 45: Humboldt's Finest



Source: MBWS, California's Humboldt Distillery

Ce goût pour les saveurs explique le succès des catégories de whiskey qui sont facilement mixables comme le whiskey irlandais ou le bourbon/tennessee/rye. Ils ont progressé de respectivement 19,9% et 7,8% en 2015 aux Etats-Unis, surperformant très nettement le marché des spiritueux (+4%).

Fig. 1: Growth in Irish whiskey market value in the US

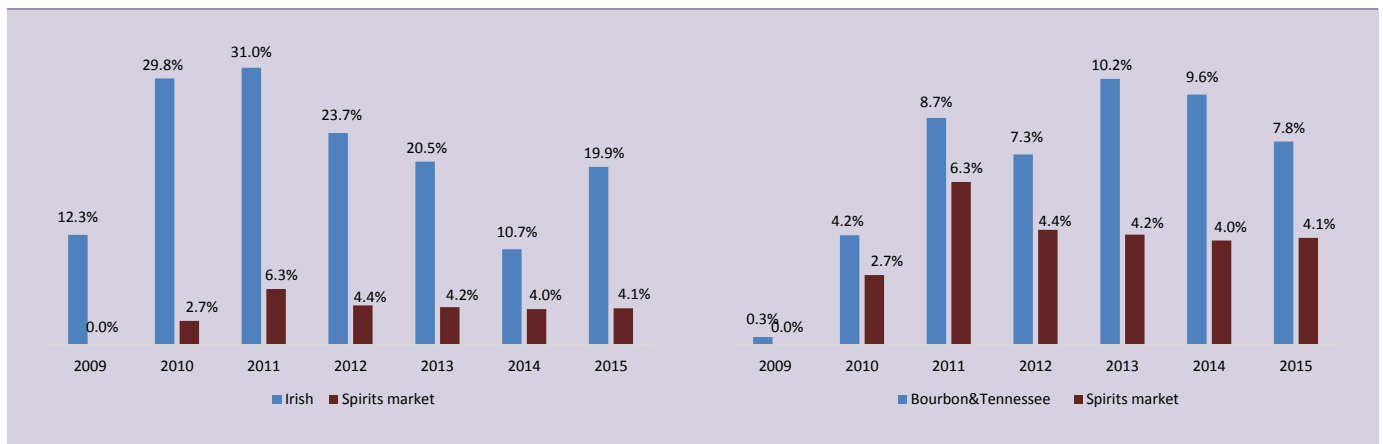
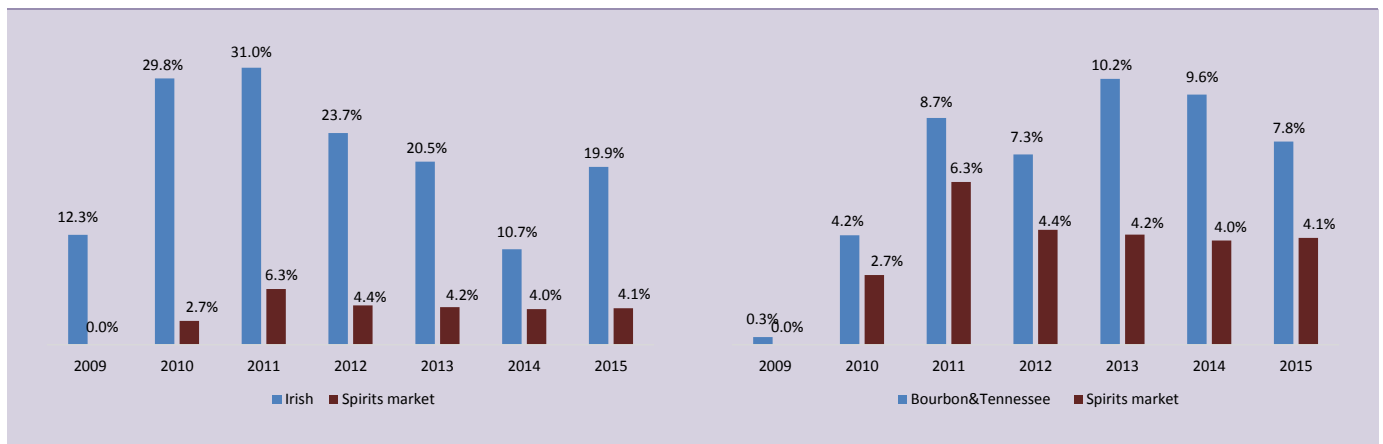


Fig. 2: Growth in bourbon/tennessee market value in the US



Source: DISCUS

4.2.2. Blurred lines

Les frontières entre les alcools sont en train de s'éroder sous l'impulsion d'une génération du Millénaire en quête de nouvelles expériences. Historiquement, les produits hybrides étaient très peu nombreux. L'un des premiers du genre, la Desperado, bière blonde infusée à la tequila, existe depuis plus de 20 ans mais était jusqu'à récemment vendu que dans un nombre limité de pays. Aujourd'hui, ces associations originales sont légion.

Les mélanges cidre/spiritueux et bière/spiritueux sont particulièrement prisés. Ils se nomment respectivement *spiders* (spirit ciders) et *speers* (spirit beers). Heineken a ainsi lancé Blind Pig qui est un cidre infusé à un spiritueux (bourbon, rhum...). Le groupe C&C a lui créé un mélange de cidre (Magners) et de whiskey irlandais. Du côté des speers, les bières artisanales d'Innis & Gin se sont faites remarquées. Leurs saveurs de spiritueux (bourbon, rhum et malt whiskey) proviennent des fûts dans lesquels elles sont conservées. Mais les grands groupes ne sont pas en reste.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Confrontés au succès du *craft*, ils considèrent les speers comme un moyen de capter l'attention de la génération du Millénaire. Les succès de ce type de produit dépend en effet surtout d'un marketing efficace. AB InBev a lancé Cubanisto (bière aromatisée au rhum) et Pernod Ricard est à l'origine de Malibu Beer (bière aromatisée au rhum coco).

Fig. 3: Cubanisto de ABI

Fig. 4: Malibu Beer de Pernod Ricard


Source: AB InBev, Pernod Ricard

Des mélanges de vins et de spiritueux ou de plusieurs spiritueux sont également possibles. Pernod Ricard a par exemple créé Absolut Tune, une fusion inédite d'Absolut et de vin blanc pétillant dans une bouteille de champagne. Le groupe français est aussi à l'origine de Malibu Red qui un mélange de Malibu et de tequila et plus récemment de Blue Swift, un cognac passé dans des fûts de bourbon.

Fig. 5: Des spiritueux hybrides
Absolut Tune

Malibu Red

Blue Swift


Source: Pernod Ricard

4.2.3. Des produits plus sains

Le *healthy hedonism* a pris de l'ampleur ces dernières années sur le marché de l'alimentaire et des boissons. Il s'agit de profiter de la vie toute en restant en bonne santé, de consommer mais de le faire mieux avec une certaine forme de modération. Apparaissent ainsi des marques qui cherchent à surfer sur cette tendance.

- **Usage d'ingrédients naturels.** Pernod Ricard a ainsi développé Fine Cocktails, des cocktails prêts à boire élaborés à partir d'ingrédients naturels. La bouteille se place au réfrigérateur et a une date limite de consommation. Le groupe Diageo propose lui une version sans gluten et aromatisée avec des jus de fruits naturels de sa vodka Smirnoff.

Fig. 6: Fine Cocktails de Pernod Ricard



Fig. 7: Smirnoff Sourced de Diageo



Source: Pernod Ricard, Diageo

- **Faible teneur en calories.** Beam Suntory a connu un fort succès ces dernières années avec sa marque Skinnygirl qui propose des vins et des cocktails faibles en calories. De son côté, Pernod Ricard a lancé Malibu Island Spiced, un rhum épicé qui contient du Truvia, un édulcorant. Le groupe français vise très clairement la clientèle féminine.

Fig. 8: Skinnygirl de Beam Suntory



Fig. 9: Malibu Island Spiced de Pernod Ricard



Source: Beam Suntory, Pernod Ricard

Seedlip



Source: Diageo

- **Faible teneur en alcool.** La rhétorique anti-alcool gagne de l'ampleur : révisions des normes directives en matière de santé, taxation punitive, interdiction des publicités. La consommation d'alcool qu'elle soit occasionnelle (une fois par mois) ou excessive (*binge drinking*) décline. La réduction de la teneur en alcool et l'extension du portefeuille vers les boissons non-alcoolisées constituent la première ligne de défense de l'industrie. Distill Ventures, la société de venture capital mis en place par le groupe Diageo, a investi récemment dans Seedlip, une boisson non-alcoolisée destinée à être consommée telle quelle ou dans un cocktail. Pernod Ricard a développé une variante sans alcool de Jacob's Creek, Jacob's Creek UnVINED. Elle n'est à l'heure actuelle disponible que sur le marché suédois.

5. Rémy Cointreau: le groupe le mieux positionné

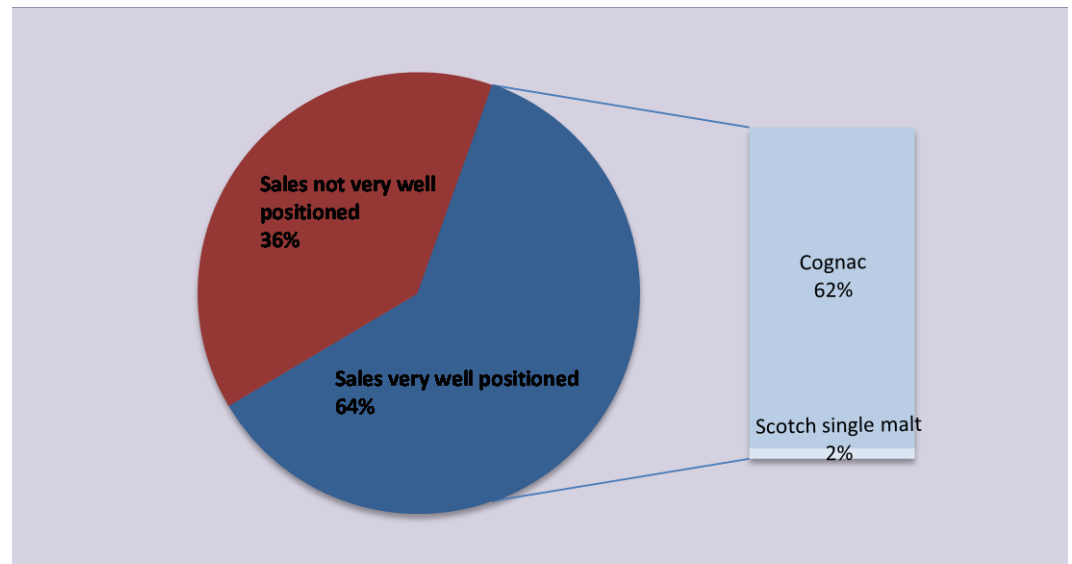
Rémy Cointreau génère 64% de son CA sur des catégories en phase avec la génération du Millénaire (5.1). Il s'agit principalement des activités de cognac (62% du CA) mais aussi dans une moindre mesure de scotch single-malt (2%). Le portefeuille de Campari composé en grande partie d'amers et de bourbon est également intéressant (5.2). Nous calculons que 39% des ventes de la société italienne sont réalisées sur des produits plébiscités par les Y. Dans le cas de groupes diversifiés tels que Pernod Ricard (5.3) ou Diageo (5.4), ce pourcentage est abaissé à respectivement 21% et 11%. Enfin, notre estimation est que seul 3% du CA de MBWS est en adéquation avec les goûts des Y (5.5). La société est en effet peu présente dans les pays où leur population est la plus nombreuse (Chine, Etats-Unis...).

5.1. Rémy Cointreau: 64% du CA

Selon nos estimations, 64% des ventes de Rémy Cointreau sont en adéquation avec les goûts de la génération du Millénaire. Il s'agit principalement des activités de cognac (62% du CA) mais aussi dans une moindre mesure de scotch single-malt (2%). Les autres catégories du groupe restent intéressantes et enregistrent pour certaines des bonnes performances mais l'attrait qu'elles possèdent pour les Y nous semble moins évident.

Rémy Cointreau: le groupe le mieux positionné face aux Y

Fig. 10: Le portefeuille de Rémy Cointreau (% des ventes groupe)



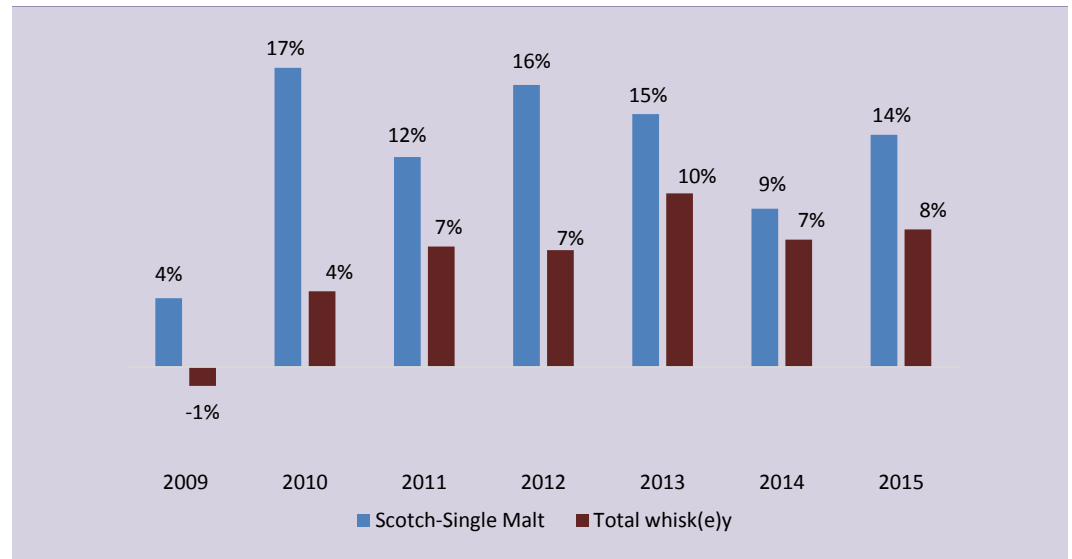
Source: Rémy Cointreau, Bryan, Garnier & Co

- Le scotch single malt : 2% du CA

Les whisk(e)ys connaissent un vif succès auprès de la génération du Millénaire qui apprécie leur authenticité et la richesse de leur histoire. Le segment du scotch single malt est particulièrement

dynamique aux Etats-Unis. En 2015, ses ventes ont augmenté de 14% dans le pays, surperformant très nettement le marché du whisk(e)y dans son ensemble (+8%).

Fig. 11: Etats-Unis: croissance (valeur) du scotch single malt par rapport au marché du whisk(e)y



Source: DISCUS

Rémy Cointreau a acquis la distillerie Bruichladdich en 2012 et a doublé ses capacités de production. Le groupe est à l'heure actuelle en train d'accroître les capacités de stockage. **En 2015/16 et au S1 2016/17, il a rapporté une croissance à deux chiffres de ses marques de whiskeys Bruichladdich, Port Charlotte et Octomore.**



Source: Rémy Cointreau

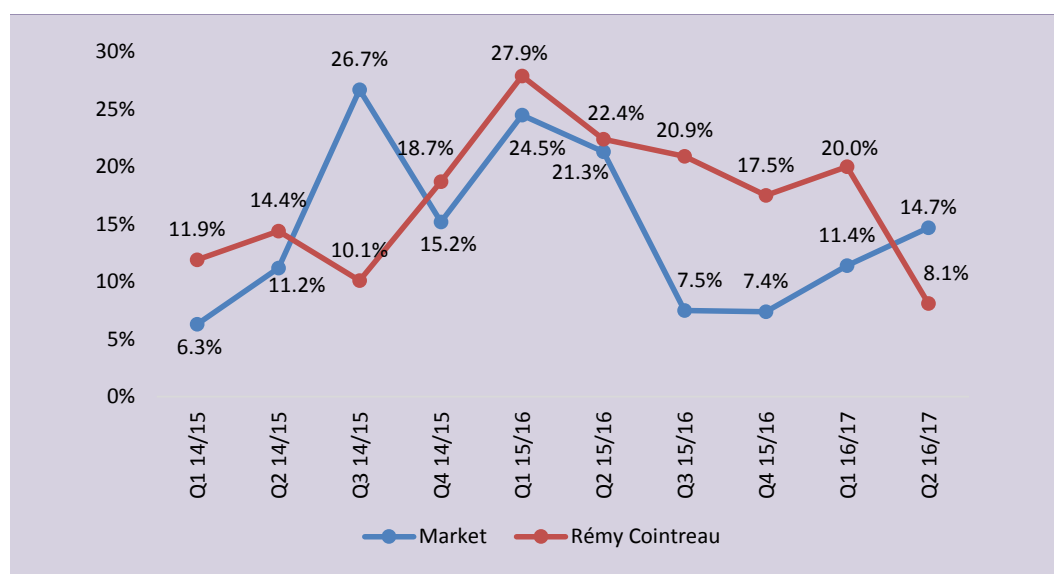
- Le cognac: 62% du CA

La consommation de cognac aux Etats-Unis a évolué pour n'être plus un attribut communautaire mais générationnelle

Comme nous l'avons expliqué précédemment, le cognac est un spiritueux qui est en résonance avec la génération du Millénaire. L'appellation d'origine contrôlée garantit l'authenticité du produit. Rémy Cointreau pourrait presque être considéré comme un *pure player* cognac. Le groupe dérive en effet 62% de ses ventes de cette catégorie.

Les Etats-Unis qui sont à l'origine de 40% des ventes de cognac du groupe affichent une croissance très solide. **La consommation dans le pays a évolué pour n'être plus un attribut communautaire mais générationnel. Ainsi, les Afro-Américains qui représentaient 60% des consommateurs de cognac n'en représentent plus qu'un tiers.** Les caucasiens et les latino-américains constituent les deux tiers restants. **Aux Etats-Unis, Rémy Cointreau a su habilement se repositionner sur les variétés les plus haut de gamme (VSOP et XO), ce qui lui a permis de surperformer de manière quasi-constante le marché du cognac sur les deux dernières années.** Le fléchissement sur la période récente ne s'explique que par un déstockage des distributeurs faisant suite aux hausses de prix du début de l'année.

Fig. 12: Les déplétions (valeur) de cognac aux Etats-Unis: Rémy Cointreau / marché



Source: Rémy Cointreau, Bryan, Garnier & Co.

Aux Etats-Unis, la performance est principalement tirée par 1738, un produit « intermédiaire » qui se vend à un prix de 60USD par bouteille. Ses ventes ont progressé de 50% en 2015/16, en partie grâce au succès de la campagne marketing « One Life/Live them » avec Jeremy Reiner. Le fait est que si l'augmentation des investissements de Pernod Ricard sur Martell aux Etats-Unis a pu susciter quelques craintes, Rémy Cointreau ne semble pas à l'heure actuelle en souffrir.

Poursuite d'une forte croissance aux Etats-Unis et amélioration graduelle en Chine

La Chine qui est le deuxième marché de cognac pour Rémy Cointreau (32% du CA) montre par ailleurs des signes très nets d'amélioration. Rémy Cointreau a rapporté une croissance *mid single digit* de ses déplétions en valeur sur le S1 2016/17, soit une forte accélération par rapport à la tendance stable de l'année 2015/16. **La consommation privée qui était freinée par une paranoïa collective après la mise en place de la politique anti-extravagance en 2012 tend à se normaliser depuis l'été 2015, en particulier en Chine continentale.** Le groupe a également bénéficié dans le pays de sa campagne marketing « One Life/Live Them » qui mettait en scène la star chinoise Huang Xiomng. Le produit emblématique du groupe reste le Club (80EUR la bouteille). La guidance de Rémy Cointreau pour 2016/17 qui est un retour à la croissance des ventes et des déplétions dans le pays reste inchangée.

Fig. 13: La campagne « One Life/Live Them » aux Etats-Unis ...



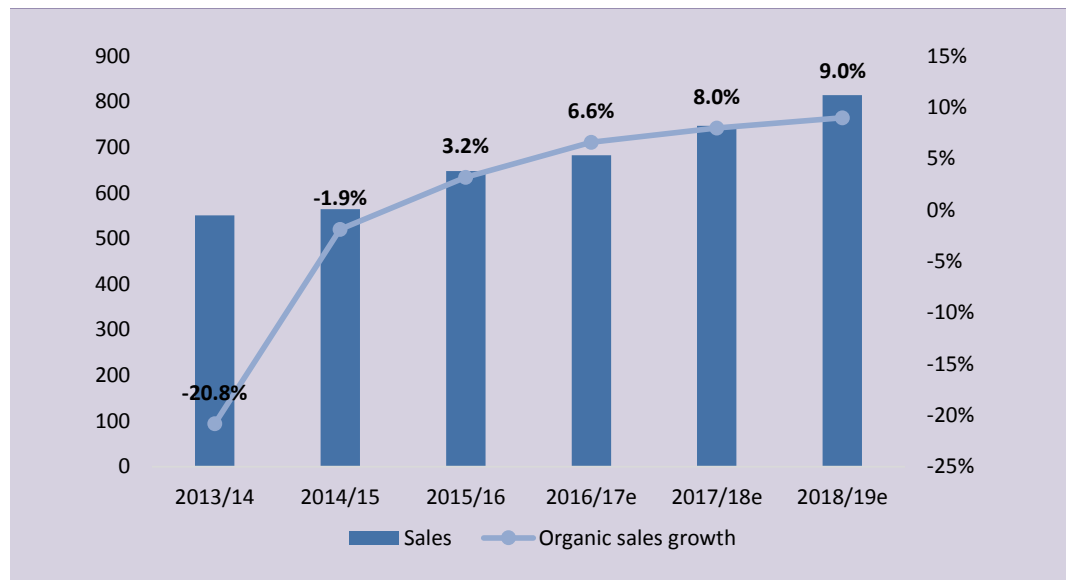
Fig. 14: ...et en Chine



Source: Rémy Cointreau

La division Cognac devrait être le principal moteur de croissance pour Rémy Cointreau dans les années à venir. Nous estimons que ses ventes devraient augmenter de 6,6% en 2016/17, en nette accélération par rapport à 2015/16 (+3,2%).

Fig. 15: Prévisions de CA



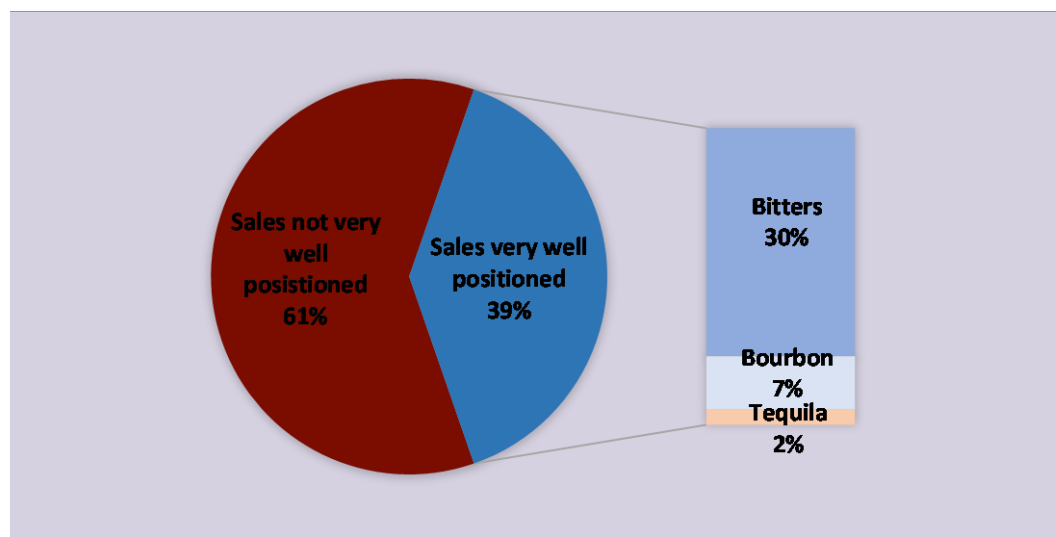
Source: Rémy Cointreau, Bryan, Garnier & Co

5.2. Campari: 39% du CA

Les amers: l'atout clef de Campari pour viser les Y

Nous calculons que 39% des ventes de Campari sont en adéquation avec les goûts de la **génération du Millénaire**. Cette dernière est à l'origine de la renaissance des amers qui représentent 30% des ventes de la société italienne. Elle favorise également le bourbon et la tequila qui comptent pour respectivement 7% et 2% du CA.

Fig. 16: Le portefeuille de Campari (% de ventes groupe)



Source: Campari, Bryan, Garnier & Co

- Les amers: 30% du CA

Campari génère 30% de ses ventes sur les amers, une proportion nettement supérieure à celle de ses concurrents. Nous estimons en effet que Pernod Ricard et Diageo dérivent respectivement 3% et 2% de leurs ventes de cette catégorie tandis que Rémy Cointreau a une exposition nulle.

Fig. 17: Marques d'amers par acteur

CAMPARI	PERNOD RICARD	DIAGEO	REMY COINTREAU	BROWN-FORMAN
Campari	Ramazotti	Romana Sambuca		Tuaca
Aperol	Becherovka			
Campari Soda	Suze			
Cynar				
Averna				
Biancosarti				

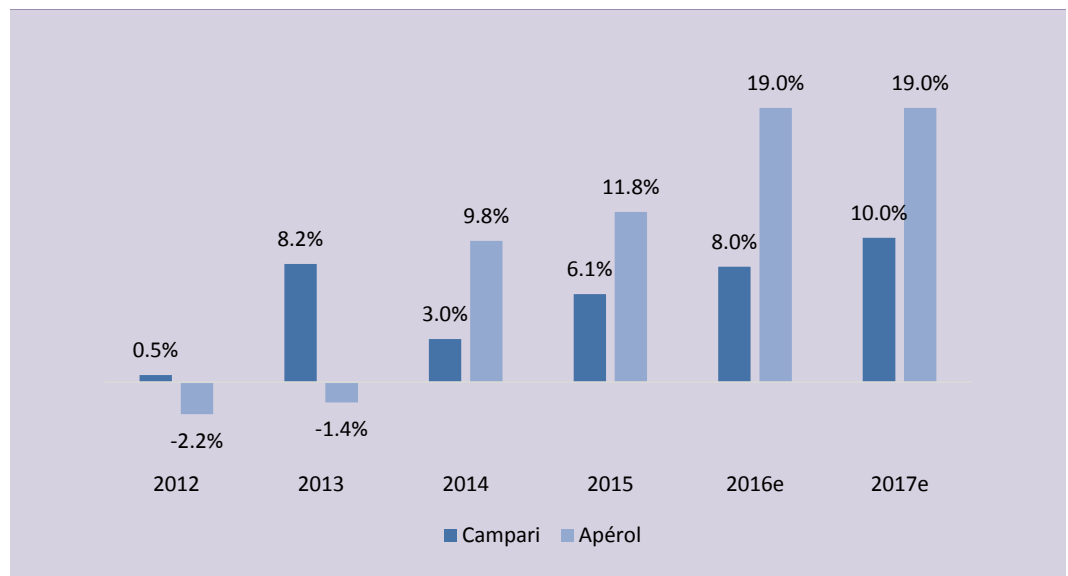
Source: Sociétés

Accélération de la croissance de Campari et Aperol sur les neuf premiers mois de l'année 2016

Aperol et Campari sont les deux marques phares du groupe, représentant chacune 10% des ventes totales. Elles bénéficient d'une grande renommée, figurant à respectivement à la 63^{ème} et 71^{ème} places du classement des 100 marques les plus puissantes (IWSR 2015). Aperol dispose d'un goût

moins amer et d'une teneur en alcool plus faible qui constituent des traits distinctifs par rapport au Campari et lui permettent de viser une clientèle plus jeune et plus féminine et de concurrencer la bière (consommation possible au cours de la journée). C'est l'ingrédient phare du cocktail Aperol Spritz que Campari est parvenu à imposer en quelques années grâce à ses atouts: une recette très simple et un coût extrêmement faible (entre 80 et 90 centimes le verre) par rapport aux boissons concurrentes (le mojito par exemple coûte le double). **Les ventes de Campari et d'Aperol ont progressé de respectivement 6,1% et 11,8% en 2015 et la tendance s'est accélérée sur les neuf premiers mois de l'année 2016, avec une croissance respective de 8,1% et 19,3%.**

Fig. 18: Croissance organique des ventes de Campari et d'Aperol



Source: Campari, Bryan, Garnier & Co

Les marchés historiques de Campari et Aperol s'améliorent après plusieurs années difficiles. En Allemagne, Aperol a connu un très grand succès mais au T4 2011 ses ventes ont commencé à décliner, phénomène qui s'est poursuivi sur 2012 et 2013. C'est principalement dû à la concurrence des copies et notamment du Hugo fabriqué à partir de baie de sureau. Les ventes d'Aperol se sont finalement stabilisées en 2015 avant de croître de 13,7% sur les neuf premiers mois de l'année 2016. En Italie, Campari et Aperol ont affiché des croissances respectives de 9,5% et 5,7% au 9M. C'est une nette accélération par rapport à une année 2015 marquée par des progressions de 2,9% et 4,8%, respectivement.

Le cocktail Negroni



Source: Campari

Campari et Aperol connaissent également une croissance exponentielle sur des nouveaux marchés. Aux Etats-Unis, Campari et Aperol ont crû à trois chiffres pendant plusieurs années pour finalement représenter 25% du CA de la société italienne dans le pays. Comme nous le disions précédemment, la mode des cocktails classiques a conduit à un engouement pour la catégorie des amers. Campari a ainsi fortement bénéficié de l'intérêt pour le Negroni. Mais l'Aperol Spritz est en train de percer. Les ventes d'Aperol aux Etats-Unis ont ainsi crû de 42% en organique sur les 9M. La marque progresse également très fortement en Europe: en 2015, +96% en France, +119% en Espagne et +233% au Royaume-Uni.

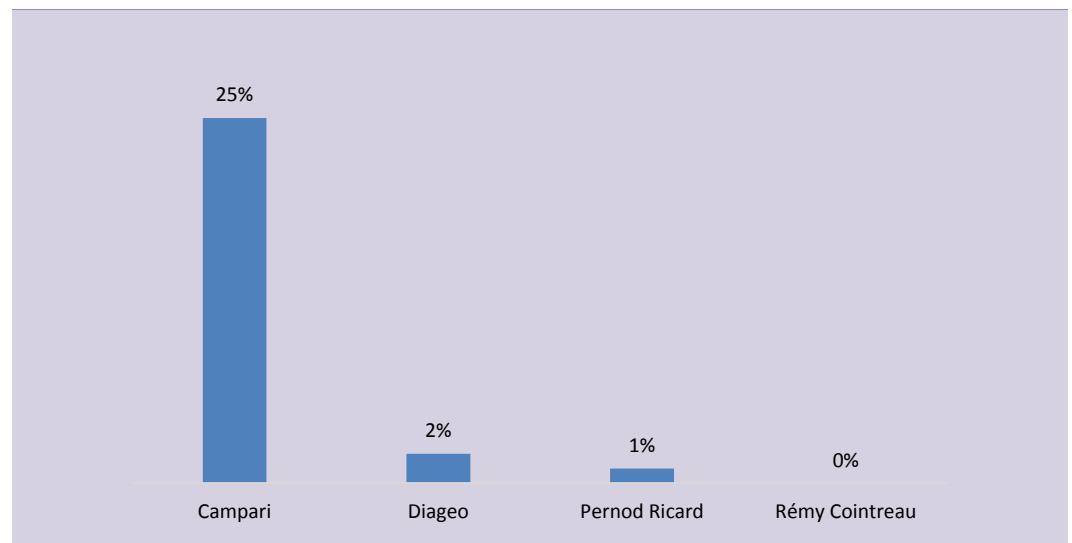
- **Le bourbon: 7% du CA**

Le bourbon a progressé de plus de 30% depuis 2010 aux Etats-Unis (Impact Databank). La catégorie est proche d'atteindre les 20 millions de caisses, un niveau qui n'avait pas été vu depuis trois décennies. **Elle possède le caractère authentique recherché par les Millénaires en tant que seul alcool véritablement typique des Etats-Unis.** Habituellement consommé par des hommes jeunes et aisés, ce spiritueux a gagné une audience inattendue auprès des femmes et des Hispaniques. Les distilleries artisanales se sont ainsi multipliées

mais certains grands groupes de spiritueux ont su tirer parti de cette tendance, aux premiers rangs desquels Brown-Forman et Suntory Beam. La culture populaire a par ailleurs exercé une forte influence sur les Y. Les séries télévisées Mad Men et Boardwalk Empire ont engendré un regain d'intérêt des Américains pour le bourbon/tennessee. On peut établir un parallèle avec les films James Bond qui avaient concouru à la mode de la vodka à partir des années 1980.

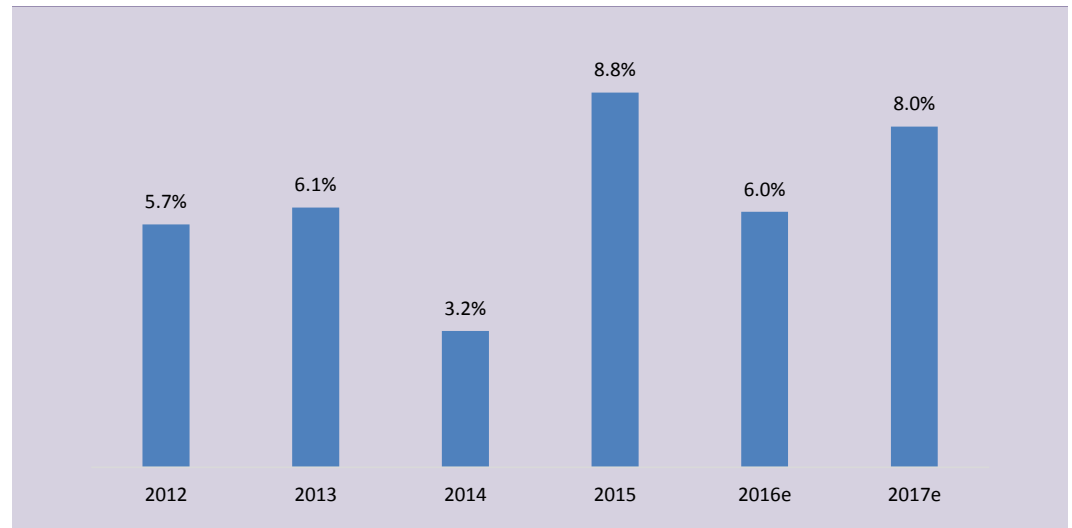
Campari qui est le seul de nos groupes à disposer d'une marque de bourbon de taille significative dispose donc d'un avantage sur le marché clef des Etats-Unis. Sa marque Wild Turkey a enregistré une croissance de ses ventes de 7,3% sur les 9M, globalement en ligne avec 2015 (+7,6%), mais nettement au-dessus du marché des spiritueux (+4%).

Fig. 19: Poids du bourbon et du tennessee en % des ventes aux Etats-Unis



Source: Sociétés, Bryan, Garnier & Co

Les Etats-Unis consomment 70% des volumes de bourbon produits mais les marchés d'export qui n'existaient pas il y a encore vingt-cinq ans font également preuve de dynamisme. On peut notamment citer le Royaume-Uni, l'Allemagne, l'Australie, la France, l'Espagne et les Pays-Bas. Ainsi, le succès de Wild Turkey dépasse le cadre américain. **Nous estimons qu'au niveau mondial ces ventes devraient progresser de 6% en 2016 et de 8% en 2017 sur une base organique.**

Fig. 20: Croissance organique des ventes de Wild Turkey


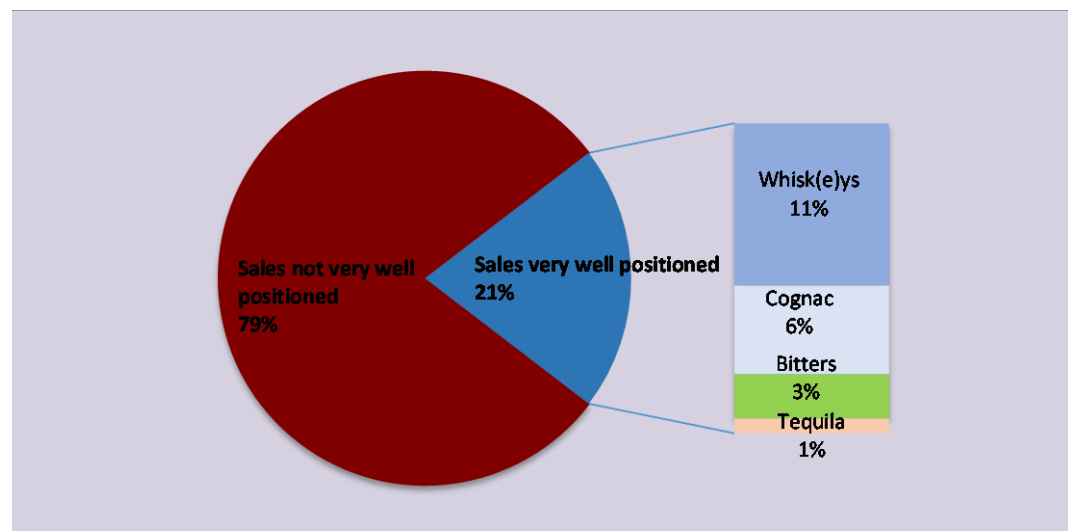
Source: Campari, Bryan, Garnier & Co

- **Tequila: 2% des ventes**

Les Millénaires apprécient l'authenticité de la tequila. Campari possède la marque Espolon qui représente 2% du CA total. Elle a enregistré une croissance des ventes de 35% en 2015 et de 43% sur les neuf premiers mois de l'année 2016.

5.3. Pernod Ricard: 21% du CA

L'analyse devient plus difficile quand il s'agit de groupes presque parfaitement diversifiés tels que Diageo ou Pernod Ricard. **Notre estimation est que 21% des ventes de la société française sont en adéquation avec les goûts de la génération du Millénaire.** Il s'agit de whisk(e)ys (11% du CA), du cognac (6%), des amers (3%) et de la tequila (1%).

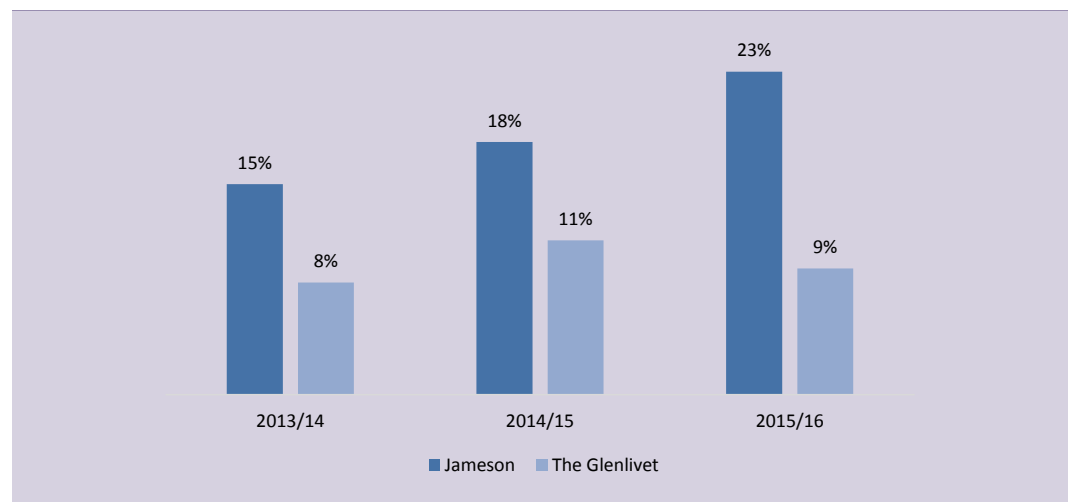
Fig. 21: Le portefeuille de Pernod Ricard (% des ventes groupe)


Source: Pernod Ricard, Bryan, Garnier & Co

- Les whisk(e)ys: 11% du CA

Nous estimons que le portefeuille de whisk(e)ys de Pernod Ricard représente 32% du CA. Il comprend **une multitude de segments différents et des marques tant locales qu'internationales, ce qui rend difficile l'estimation du pourcentage des ventes bien positionnées. Nous avons néanmoins repéré le whiskey irlandais Jameson et le scotch single malt The Glenlivet qui représentent respectivement 9% et 2% des ventes du groupe.** Ces deux marques ont enregistré un taux de croissance annuel moyen de 15% et 13% respectivement sur les cinq dernières années. Elles font preuve d'un fort dynamisme aux Etats-Unis. Leur sell-out respectifs ont ainsi augmenté de 23% et 9% l'année dernière.

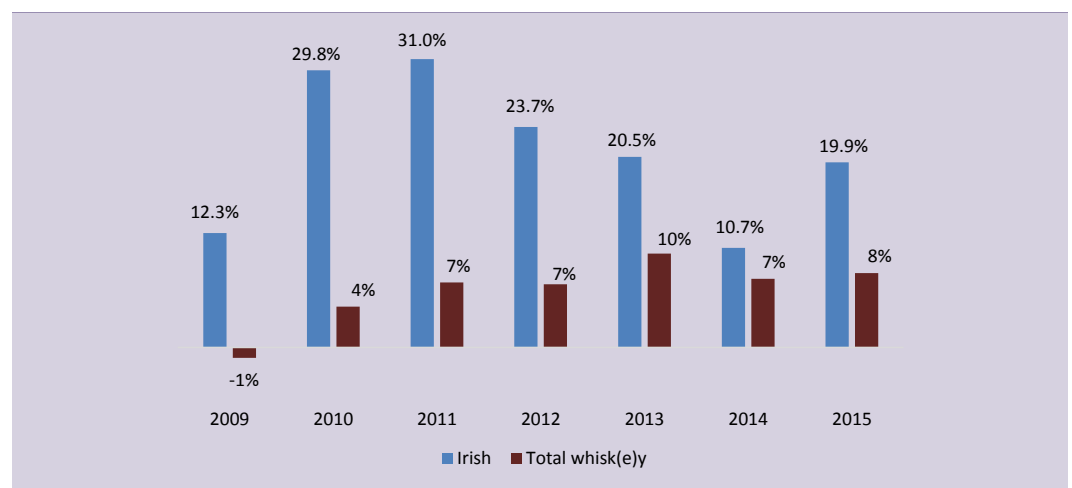
Fig. 22: Sell-out aux Etats-Unis de Jameson et The Glenlivet



Source: Nielsen

Comme le scotch single malt (voir graphique de la partie 5.1), le whiskey irlandais a tendu à surperformer les autres variétés de whisk(e)y aux Etats-Unis. Son intérêt pour les Millénaires réside principalement dans sa mixabilité.

Fig. 23: Marché américain: croissance en valeur du whiskey irlandais par rapport aux autres segments



Source: DISCUS

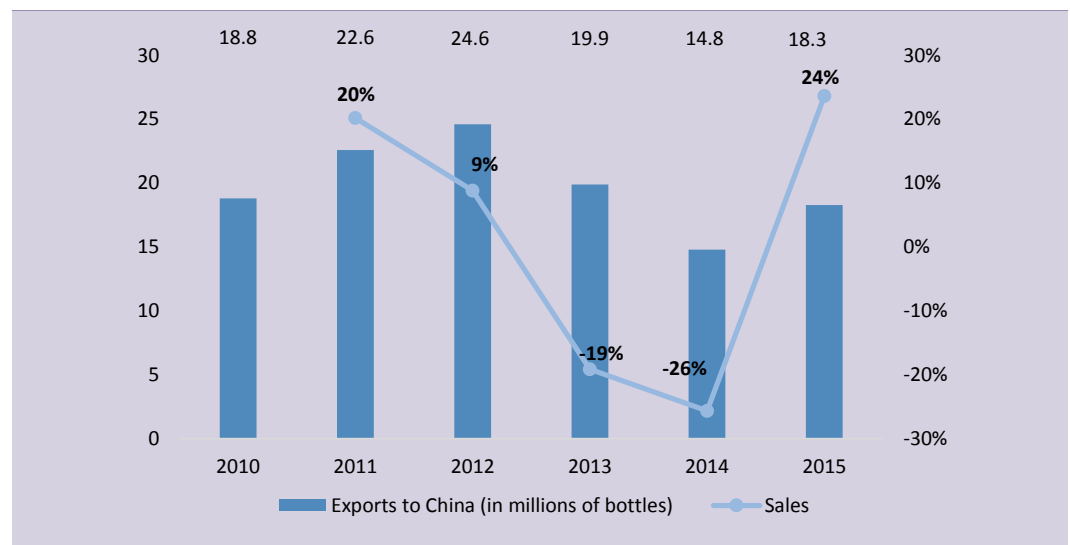
Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

- **Le cognac: 6% du CA**

Les ventes de Martell en Chine ont augmenté de 3% au T1 2016/17

Contrairement à Rémy Cointreau, la Chine reste de très loin le premier marché de cognac pour Pernod Ricard. Après la mise en place de la politique anti-extravagance dans le pays, le groupe est le premier à avoir achevé le déstockage en 2013/14. Ses ventes se sont repliés de seulement 2% en 2014/15 avant d'afficher une baisse de 9% en 2015/16. **Cette détérioration est principalement due aux whisk(e)ys qui ont continué de décliner à deux chiffres tandis que le cognac Martell n'était que légèrement en baisse sur l'année grâce à une normalisation des comportements de consommation. Il est revenu en territoire positif au T1 2016/17 (+3%).** La performance reste à l'heure actuelle tirée par Noblige mais Cordon Bleu montre des signes d'amélioration.

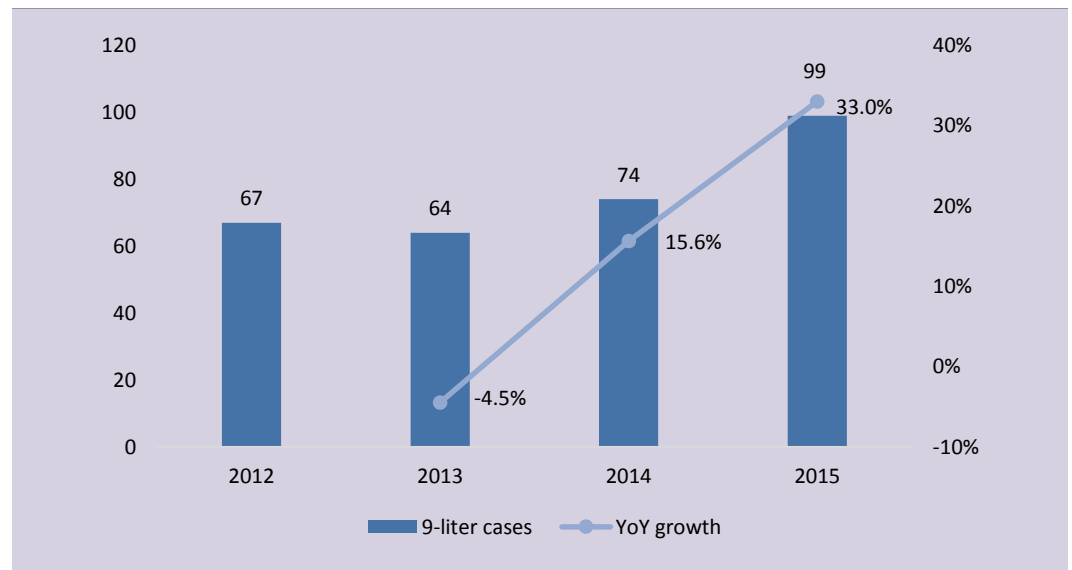
Fig. 24: Marché: Exportations de cognac vers la Chine



Source: BNIC

Une diversification vers les Etats-Unis est en cours

Martell ne génère aujourd'hui que 3% de son CA aux Etats-Unis où le cognac fait l'objet d'un véritable engouement. Mais Pernod Ricard est en train d'intensifier ses investissements dans le pays. La société a notamment tiré parti du dynamisme du bourbon et du cognac pour créer un produit hybride, le Blue Swift (50\$), un cognac passé dans des fûts de bourbon. **Martell a enregistré une progression de ses volumes de 33% en 2015 aux Etats-Unis.**

Fig. 25: Volumes de Martell aux Etats-Unis


Source: Impact Databank

- **Les amers: 3% du CA**

Il s'agit notamment de la marque Suze dont nous avons précédemment évoqué la renaissance sur le marché français.

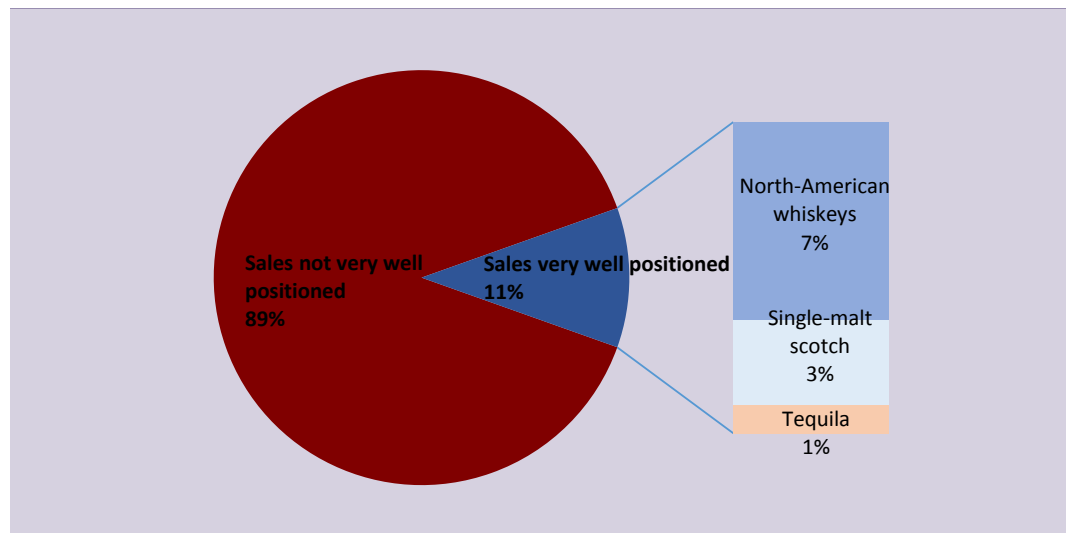
- **Tequila : 1% du CA**

La catégorie a été développée assez tardivement par Pernod Ricard et ne représente aujourd'hui pas plus de 1% du CA. En 2015/16, la distribution de la tequila ultra-Premium Avión s'est étendue à 11 nouveaux marchés internationaux, les volumes de la marque Altos ont progressé de plus de 40 % et Olmeca a enregistré d'excellents résultats sur plusieurs marchés. Alimentés par une forte performance aux États-Unis, les ventes de tequila ont enregistré une progression globale de 7% en 2015/16.

5.4. Diageo: 11% du CA

Nous calculons que 11% des ventes de Diageo sont en adéquation avec la génération du Millénaire. Il s'agit du whiskey nord-américain (7% du CA), du scotch single-malt (3%) et de la tequila (1%).

Fig. 26: Le portefeuille de Diageo (% des ventes)



Source: Diageo, Bryan, Garnier & Co

- **Le whiskeys nord-américain: 7% du CA**

Le portefeuille de whiskeys nord-américains a progressé de 6% en 2015/16, tirant la croissance du groupe (+2,8%). **Il s'agit principalement de Crown Royal et de Bulleit qui représentent 7% du CA de Diageo.** Nous excluons Seagram's 7 Crown qui, positionné sur le segment de l'entrée de gamme, n'a pas la faveur des consommateurs.

Les Etats-Unis sont le premier moteur de croissance de ces deux marques. Crown-Royal est un whiskey canadien, un segment qui sous-performe le whiskey irlandais, le bourbon/tennessee et le scotch single malt. Néanmoins, Diageo est parvenu à faire revenir la marque en territoire positif à partir de 2014/15, notamment grâce à une innovation Crow Royal Regal Apple. Ce whiskey aromatisé à la pomme a encore enregistré en 2015/16 une croissance très solide de 15% ! Les ventes de la marque ont ainsi pu progresser de 6%. La variante haut de gamme Crown Royal Deluxe affiche également un bon dynamisme. Sa croissance de 5% sur 2015/16 a été permise par la campagne marketing « The One Made For A King » qui est axé sur l'héritage de la marque. De taille plus réduite, le bourbon Bulleit a enregistré une croissance de 28% en 2015/16 (+36% en 2014/15).

- **Le scotch single-malt: 3% du CA**

Les scotchs représentent 24% des ventes de Diageo. Mais le poids des scotchs single-malt n'excède pas 3%. Il s'agit notamment des marques The Singleton, Cardhu, Talisker, et Lagavulin.

Aux Etats-Unis, les whiskeys nord-américains ont contribué à 50% de la croissance des ventes de spiritueux du groupe

Don Julio



Source: Diageo

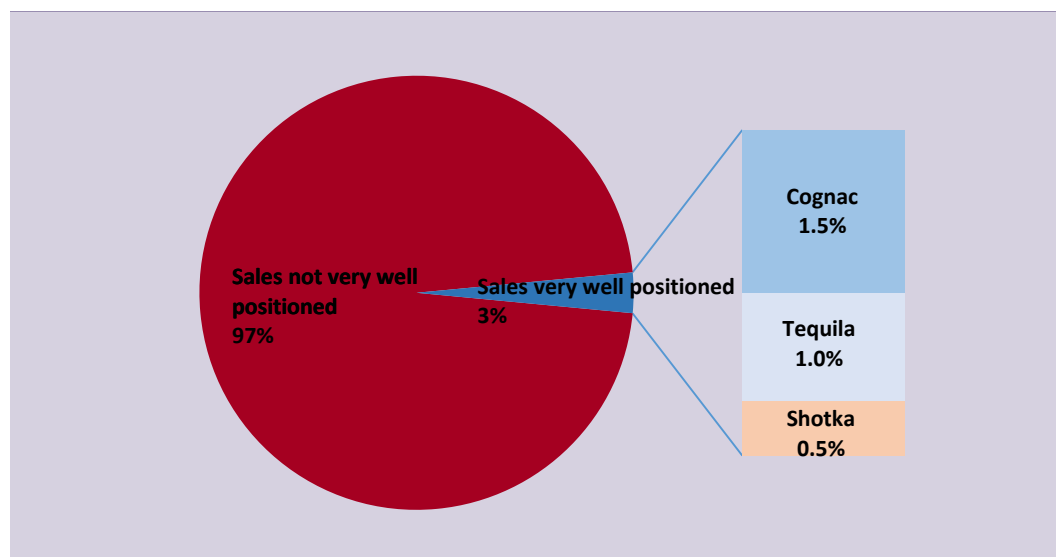
- **La tequila: 1% du CA**

La tequila représente 1% du CA total de Diageo. Ses ventes ont progressé de 8% en 2015/16. Cette performance a principalement été tirée par une croissance de 34% de Don Julio sur son premier marché, les Etats-Unis. Le groupe anglais a mené de nombreuses opérations en 2014 pour accroître son exposition à la tequila: acquisition de Peligroso (super-premium), rachat des 50% détenus par le groupe José Cuervo dans leur JV commune Don Julio (super-premium) et formation de la JV DeLeon (ultra-premium) avec Sean Combs.

5.5. MBWS: 3% du CA

MBWS génère 3% de ses ventes sur des catégories en adéquation avec les goûts de la génération du Millénaire. **Cette sous-pondération par rapport à ses concurrents est parfaitement cohérente avec l'exposition géographique du groupe. Il est en effet peu présent dans les pays caractérisés par une forte population de Y.** Les Etats-Unis ne représentent par exemple que 5% de ses ventes et le poids de la Chine est quasi-nulle.

Fig. 27: Portefeuille de MBWS (% des ventes)



Source: MBWS, Bryan, Garnier & Co

- **Le cognac: 1,5% du CA**

La marque de cognac Gautier ne représente à l'heure actuelle que 1,5% du CA de MBWS. En dépit du sous-investissement dont elle faisait l'objet depuis plusieurs années, elle a été élue deux fois meilleur cognac du monde. Conscient du potentiel, MBWS a opéré une relance mondiale de Gautier en 2016 appuyée par des dépenses publicitaires accrues. La marque est en train d'être déployée en France, au Royaume-Uni, au Canada, aux Etats-Unis et dans le Duty Free. L'objectif est d'en faire la 10^{ème} marque de cognac dans le monde. Elle occupe à l'heure actuelle la 20^{ème} place.

- **La tequila: 1% du CA**

San José ne représente que 1% des ventes totales de MBWS. Cette marque est néanmoins le n°1 de la tequila en France, sa part de marché atteignant les 42%. Elle doit être revitalisée dans le cadre du plan stratégique BIG 2.0. La création d'un prémix est notamment prévue.

- **Shotka: 0,5% du CA**

Le groupe a créé la marque Shotka qui est parfaitement en phase avec le désir des consommateurs pour les produits expérimentaux. Les spiritueux aromatisés au cannabis sont considérés comme la prochaine grande tendance de l'industrie. La marque a d'abord été testée en Espagne avant d'être lancée dans d'autres pays comme les Etats-Unis, la France et la Pologne.

6. Nos valeurs préférées

6.1. Un secteur Food & Beverage sous pression

Sur les trois derniers mois, le secteur du Food & Beverage a sous-performé le marché de 10%. La pire performance a été enregistrée par le segment du Food (-12%). Il a été suivi par les Spiritueux (-8%) et les Brasseurs (-7%). En tant que *bond proxy*, les valeurs du Food & Beverage sont impactées par la remontée des taux.

Fig. 28: Performance boursière du Stoxx Europe 600 Food & Beverage et du DJ Stoxx

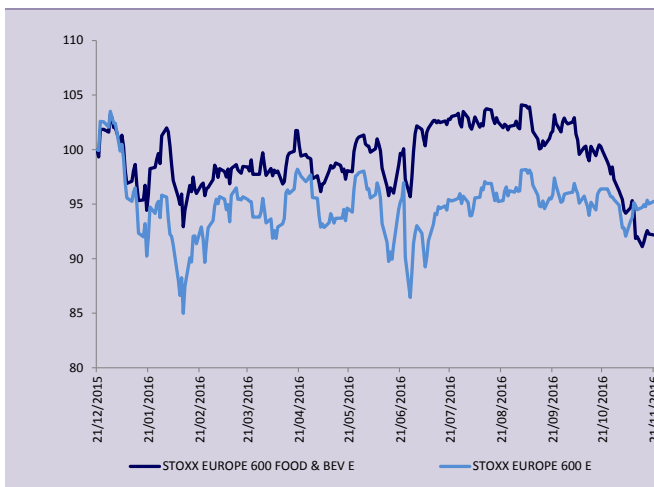


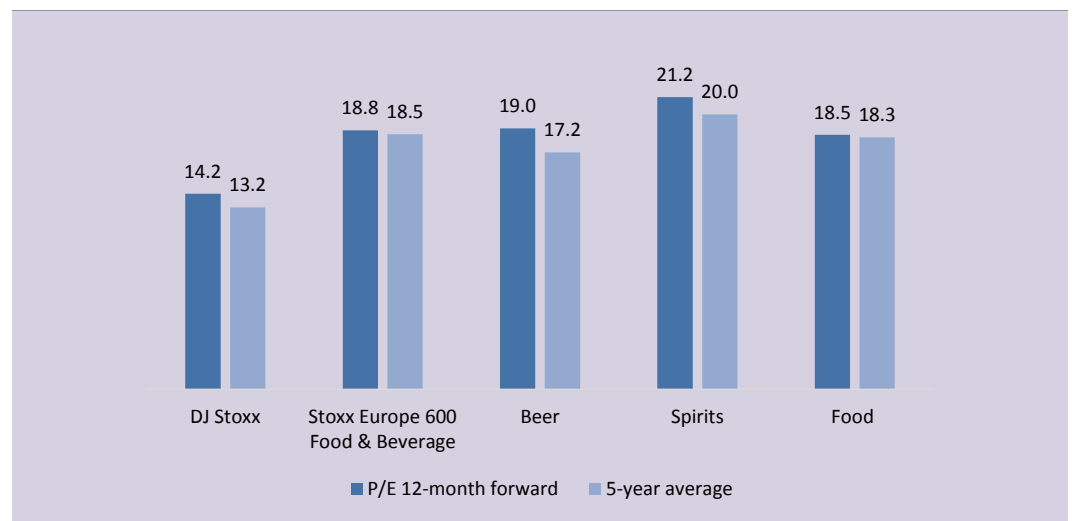
Fig. 29: Performances boursières relatives des spiritueux, brasseurs et du Food par rapport au DJ Stoxx



Source: Thomson Reuters

Le secteur Food & Beverage se traite à présent sur un P/E 12-month forward de 18,8x, soit une prime de 2% par rapport à sa moyenne des cinq dernières années. La prime des Spiritueux est de 6% (Brasseurs: +10%, Food: +1%).

Fig. 30: P/E 12-month forward



Source: Thomson Reuters

6.2. Valorisation comparée des acteurs

La rotation sectorielle des trois derniers mois a particulièrement affecté la performance boursière de Campari (-9% vs DJ Stoxx), Diageo (-8%) et Rémy Cointreau (-5%). En termes d'EV/EBIT, Pernod Ricard et Campari affichent des décotes significatives, de respectivement 11% et 8%.

Fig. 31: Performance des groupes depuis le début de l'année vs DJ Stoxx

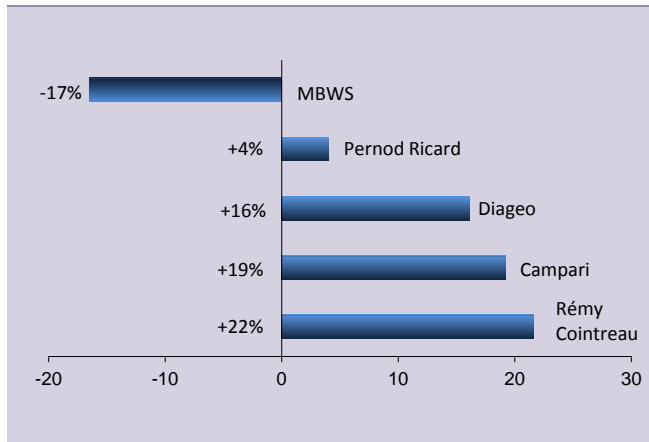
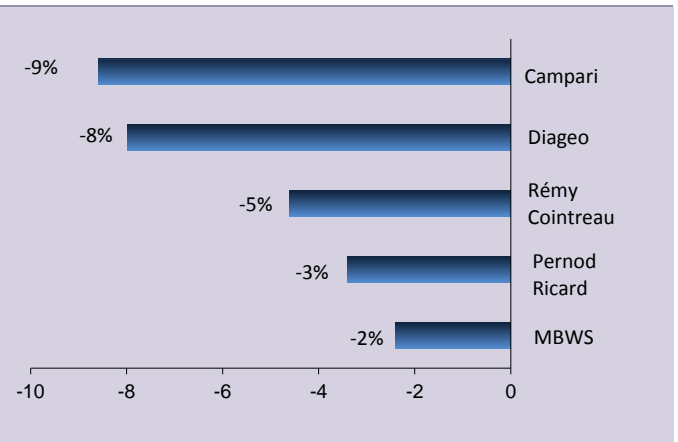


Fig. 32: Performance des groupes sur les trois derniers mois vs DJ Stoxx



Source: Thomson Reuters

Fig. 33: 2017^e EV/EBIT

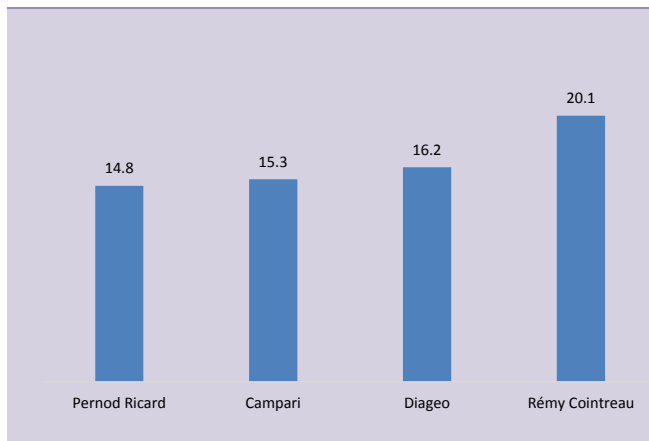
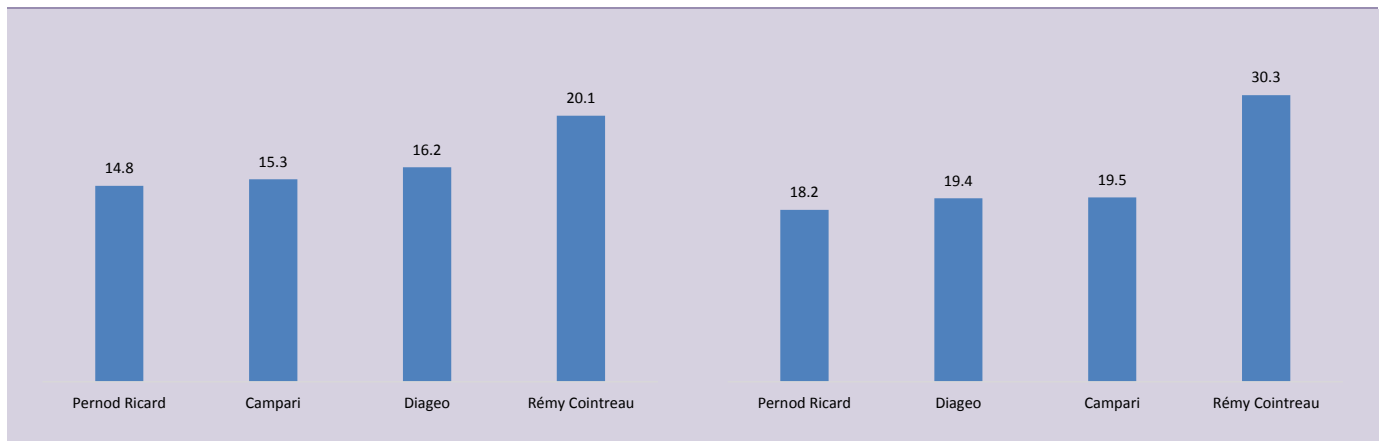


Fig. 34: 2017^e P/E



Source: Bryan, Garnier & Co

6.3. Nos recommandations

Nous résumons ci-dessous nos recommandations et Fair Values sur notre échantillon de valeurs:

- **Rémy Cointreau**

De par son statut de quasi pure-player cognac, Rémy Cointreau est le groupe le mieux positionné face à la génération du Millénaire. Le groupe bénéficie par ailleurs d'un dynamisme aux Etats-Unis et d'une amélioration en Chine tandis que le plan stratégique est en bonne voie. Nous réitérons notre recommandation Achat et notre Fair Value de 84EUR.

- **Campari**

Campari continue d'être une de nos valeurs de spiritueux favorites. Non seulement le groupe bénéficie d'un portefeuille bien en phase avec les Y mais sa situation financière pourrait également lui permettre de mener de nouvelles acquisitions à partir de 2017. Notre recommandation Achat demeure inchangée. Notre Fair Value est de 10,7EUR.

- **Pernod Ricard**

La croissance organique des ventes devrait s'accélérer en 2016/17 grâce à une amélioration en Chine et en Europe tandis que le dynamisme aux Etats-Unis devrait se poursuivre. Nous maintenons notre recommandation Achat qui a été relevée le 18 novembre (Fair Value: 115EUR).

- **Diageo**

L'accélération de la croissance organique des ventes grâce à de meilleures tendances sur l'ensemble des marchés du groupe hormis en zone Europe/Russie/Turquie nous semble déjà bien reflétée dans le cours du titre. Nous maintenons notre recommandation Neutre. Notre Fair Value est abaissée de 2200p à 2150p du fait des effets change.

- **MBWS**

La restructuration de MBWS s'est achevée avec la sortie du plan de sauvegarde. La société entame à présent un nouveau chapitre - celui de la croissance - qui s'annonce plus difficile. Nous initions la couverture avec une recommandation Neutre et une Fair Value de 17,1EUR.

Fig. 35: Tableau récapitulatif de notre échantillon de valeurs

	Price	Recommendation	Fair Value
Campari	EUR8.9	BUY	EUR10.7
Diageo	2,005p	NEUTRAL	2150p
Pernod Ricard	EUR101.8	BUY	EUR115
Rémy Cointreau	EUR74.7	BUY	EUR84
MBWS	EUR15.7	NEUTRAL	EUR17.1

Source: Thomson Reuters, Bryan, Garnier & Co

Page laissée blanche intentionnellement

INDEPENDENT RESEARCH
UPDATE

23 novembre 2016

Agro-Alimentaire & Boissons

Bloomberg	RCO FP
Reuters	RCOP.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	80,4 / 58,1
Capitalisation Boursière (MEUR)	3 711
Valeur d'Entreprise	4 145
Volume moyen 6 mois (000 actions)	93,10
Flottant	45,7%
TMVA BPA (3 ans)	12,6%
Gearing (03/16)	41%
Rendement (03/17e)	2,14%

Fin Mars	03/16	03/17e	03/18e	03/19e
C. d'affaires (MEUR)	1 051	1 076	1 145	1 227
EBIT(MEUR)	178,40	206,46	227,56	256,28
BPA Publié (EUR)	2,11	2,46	2,84	3,24
BPA dilué (EUR)	2,27	2,46	2,84	3,24
EV/CA	3,97x	3,85x	3,59x	3,31x
EV/EBITDA	20,9x	18,3x	16,4x	14,4x
EV/EBIT	23,4x	20,1x	18,1x	15,8x
P/E	32,9x	30,3x	26,3x	23,0x
ROCE	16,5	17,3	18,0	18,3

Cours et données arrêtés au 21 novembre



Rémy Cointreau

Un positionnement quasi-idéal

Fair Value EUR84 (cours EUR74.7)

ACHAT-Top Picks

De par son statut de quasi pure-player cognac, Rémy Cointreau est le groupe le mieux positionné face à la génération du Millénaire. Nous réitérons notre recommandation à l'Achat et notre Fair Value de 84EUR.

■ **Du dynamisme aux Etats-Unis...**Le premier marché du groupe qui représente 35% de ses ventes et 44% de son ROP affiche des taux de croissance très solides. Ses déplétions en valeur ont augmenté de 13% sur les douze derniers mois, principalement tirées par le cognac dont la consommation a évolué pour n'être plus communautaire mais générationnelle.

■ **...et une amélioration en Chine.** Ce pays montre par ailleurs des signes très nets d'amélioration. Le groupe y a enregistré un taux de croissance de ses déplétions en valeur de 5% sur le premier semestre, ce qui constitue une forte accélération par rapport à la stabilité de l'année dernière. Rémy Cointreau vise un retour à la croissance des ventes en 2016/17.

■ **Un plan stratégique en bonne voie.** Le groupe vise à devenir le leader des spiritueux exceptionnels, lesquels doivent représenter 60-65% de son CA d'ici 2019/20. 2015/16 peut être considéré comme une première étape réussie. Leur poids a progressé de 4pts en un an pour atteindre 49%.

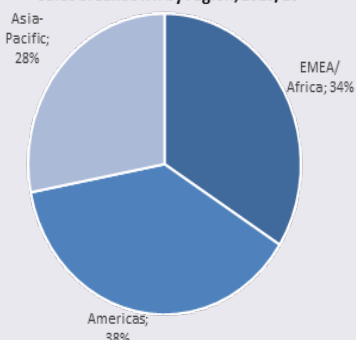
■ **Achat. Fair Value de 84EUR.** Dans notre rapport sectoriel, nous avons calculé que 64% des ventes de Rémy Cointreau sont en adéquation avec les goûts de la génération du Millénaire. Il s'agit principalement des activités de cognac (62% du CA) mais aussi dans une moindre mesure de scotch single-malt (2%). Cela renforce notre conviction positive sur le titre. Nous réitérons notre recommandation à l'Achat et notre Fair Value de 84EUR dérivée d'un DCF.



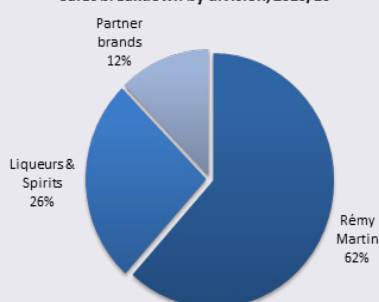
Analyst:
Virginie Roumage
33(0) 1.56.68.75.22
vroumage@bryangarnier.com

Sector Analyst Team:
Nikolaas Faes
Loïc Morvan
Antoine Parison
Cédric Rossi

Sales breakdown by region, 2015/16



Sales breakdown by division, 2015/16



Activités

Créé en 1724, Rémy Cointreau est un acteur incontournable de l'industrie des vins et spiritueux avec un portefeuille de marques haut de gamme mondialement connues. Le groupe est un acteur de référence sur le marché du cognac (60% du CA). La famille Hériard-Dubreuil détient 51% du capital et 67% des droits de vote.

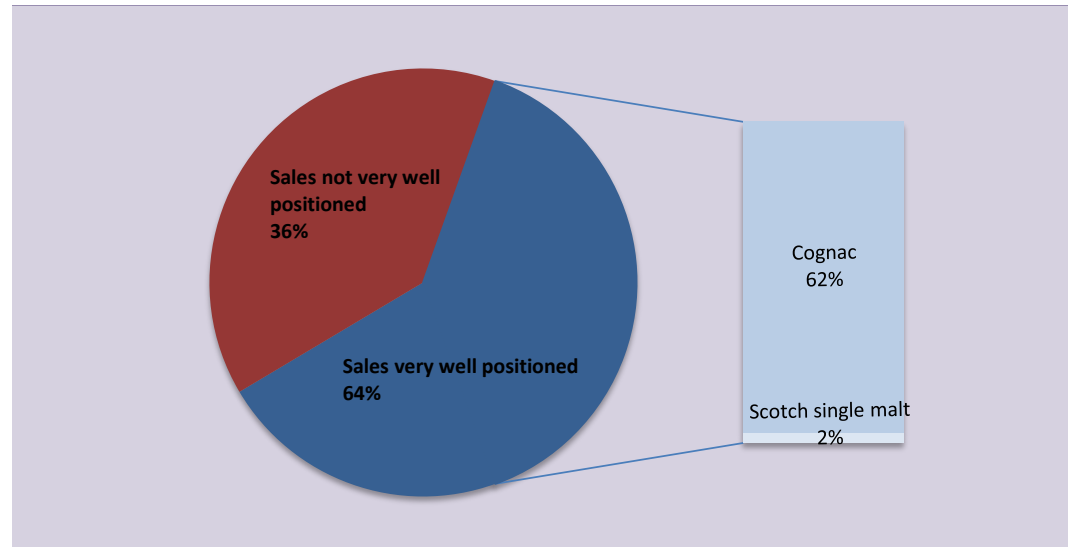
Simplified Profit & Loss Account (EURm)	31/03/14	31/03/15	31/03/16	31/03/17e	31/03/18e	31/03/19e
Revenues	1 032	965	1 051	1 076	1 145	1 227
Change (%)	-13,6%	-6,4%	8,9%	2,5%	6,4%	7,1%
Gross profit	618	618	666	707	763	827
EBITDA	167	178	200	227	250	282
EBIT	150	156	178	206	228	256
Change (%)	-38,8%	3,9%	14,4%	15,7%	10,2%	12,6%
Financial results	-26,2	-29,7	-27,3	-23,0	-17,0	-16,0
Pre-Tax profits	119	127	151	183	211	240
Tax	-45,8	-33,5	-44,1	-56,9	-65,3	-74,5
Profits from associates	-10,9	-0,70	-4,8	-0,60	0,0	0,0
Profit from continuing operations	62,4	92,6	103	126	145	166
Net profit (loss) from discontinued operations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minority interests	0,0	0,0	0,10	0,0	0,0	0,0
Net profit	62,4	92,6	103	126	145	166
Restated net profit	80,2	94,6	110	126	145	166
Change (%)	-47,1%	18,0%	16,7%	14,1%	15,3%	14,1%
Cash Flow Statement (EURm)						
Operating cash flows	110	98,8	157	213	236	266
Change in working capital	-61,7	-79,4	-42,4	-16,1	-17,2	-18,4
Capex, gross	-42,2	-36,8	-30,8	-35,7	-37,8	-40,5
Financial investments / tax paid	-108	-53,0	-52,8	-79,9	-82,3	-90,5
Dividends	-69,3	-48,0	-72,8	-81,9	-81,9	-81,9
Other	-69,4	-42,8	6,0	-15,0	-17,0	-16,0
Net debt	414	467	458	435	401	348
Free Cash flow	-43,8	7,7	75,2	97,4	115	135
Balance Sheet (EURm)						
Tangible fixed assets	191	216	223	232	239	244
Intangibles assets	481	491	488	488	488	488
Cash & equivalents	186	74,1	46,9	12,5	46,3	99,5
Other current assets	1 443	1 375	1 407	1 300	1 299	1 370
Other non-current assets	164	183	164	165	165	166
Total assets	2 278	2 339	2 282	2 184	2 190	2 268
L & ST Debt	600	541	505	418	418	418
Others liabilities	667	722	663	677	715	759
Shareholders' funds	1 012	1 076	1 113	1 088	1 058	1 090
Total Liabilities	1 267	1 262	1 168	1 096	1 133	1 177
Capital employed	1 390	1 532	1 552	1 477	1 416	1 401
Ratios						
Gross margin	59,77	64,05	63,37	65,70	66,60	67,45
Current operating margin	14,56	16,16	16,98	19,18	19,88	20,89
Tax rate	38,46	26,42	29,13	31,00	31,00	31,00
Net margin	7,77	17,96	10,51	11,70	12,69	13,51
ROE (after tax)	7,93	8,79	9,92	11,58	13,74	15,21
ROCE (after tax)	17,10	15,60	16,50	17,30	18,00	18,30
Gearing	40,86	43,35	41,16	39,94	37,90	31,89
Pay out ratio	52,60	80,10	75,99	64,98	56,35	49,38
Number of shares, diluted (Thousand)	49 312	48 683	48 683	51 167	51 167	51 167
Data per Share (EUR)						
Diluted EPS	1,27	1,91	2,11	2,46	2,84	3,24
Diluted restated EPS	1,63	1,95	2,27	2,46	2,84	3,24
% change	-47,4%	19,9%	16,3%	8,6%	15,3%	14,1%
BVPS	20,52	22,11	22,87	21,26	20,67	21,31
CFPS	2,23	2,03	3,23	4,17	4,61	5,20
FCF	-0,89	0,16	1,54	1,90	2,26	2,64
Dividend Total	1,27	1,53	1,60	1,60	1,60	1,60
o/w Special Dividends	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

1. 64% du CA est bien positionné

Selon nos estimations, 64% des ventes de Rémy Cointreau sont en adéquation avec les goûts de la génération du Millénaire. Il s'agit principalement des activités de cognac (62% du CA) mais aussi dans une moindre mesure de scotch single-malt (2%). Les autres catégories du groupe restent intéressantes et enregistrent pour certaines des bonnes performances mais l'attrait qu'elles possèdent pour les Y nous semble moins évident.

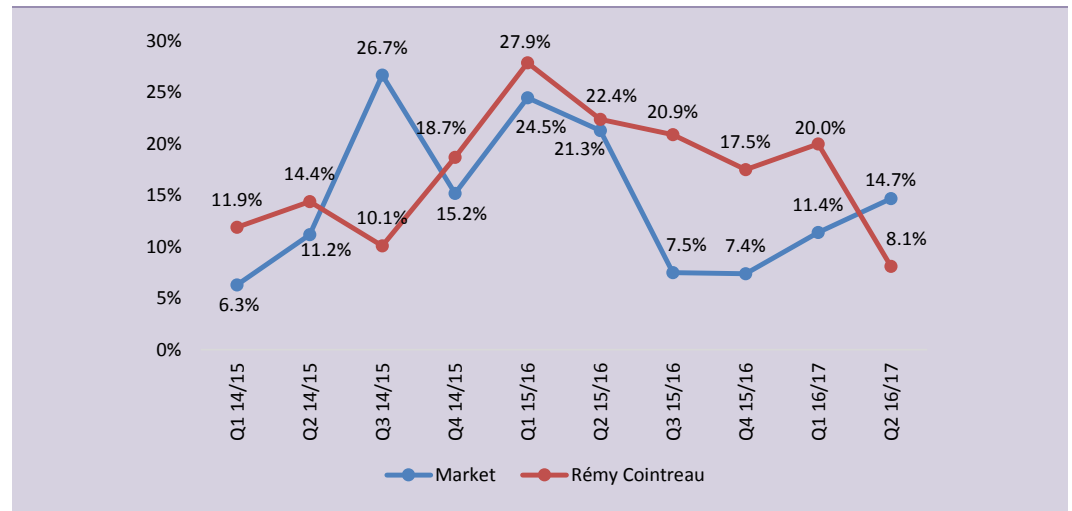
Fig. 1: Le portefeuille de Rémy Cointreau (% des ventes groupe)



Source: Rémy Cointreau, Bryan, Garnier & Co

Les Etats-Unis qui sont à l'origine de 40% des ventes de cognac du groupe affichent une croissance très solide. La consommation dans le pays a évolué pour n'être plus un attribut communautaire mais générationnelle. Ainsi, les Afro-Américains qui représentaient 60% des consommateurs de cognac n'en représentent plus qu'un tiers. Les caucasiens et les latino-américains constituent les deux tiers restants. Aux Etats-Unis, Rémy Cointreau a su habilement se repositionner sur les variétés les plus haut de gamme (VSOP et XO), ce qui lui a permis de surperformer de manière quasi-constante le marché du cognac sur les deux dernières années. Le fléchissement sur la période récente ne s'explique que par un déstockage des distributeurs faisant suite aux hausses de prix du début de l'année.

Fig. 2: Les déplétions en valeur de cognac: Rémy Cointreau vs marché américain

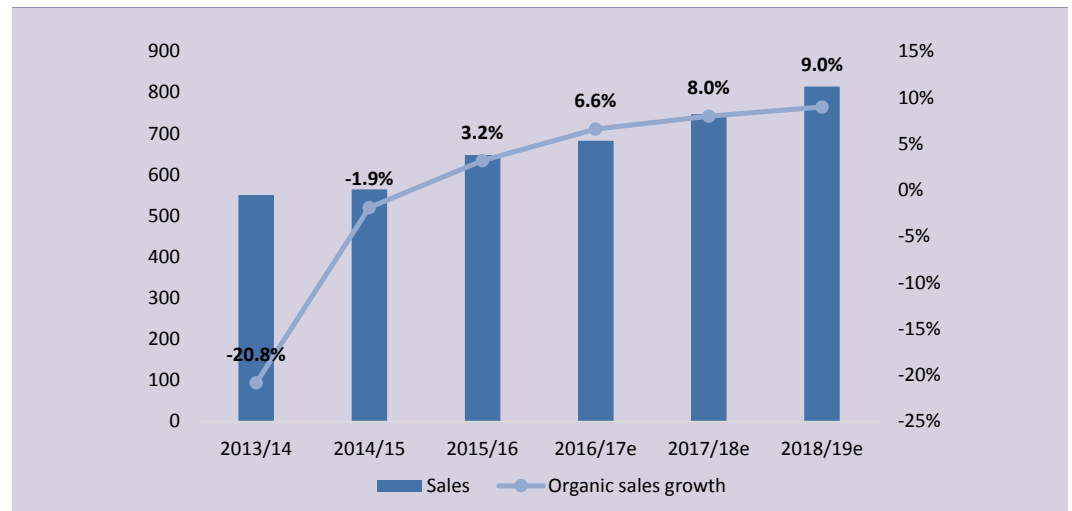


Source: Rémy Cointreau, Bryan, Garnier & Co.

La Chine qui est le deuxième marché de cognac pour Rémy Cointreau (32% du CA) montre par ailleurs des signes très nets d'amélioration. Rémy Cointreau a rapporté une croissance *mid single digit* de ses déplétions en valeur sur le S1 2016/17, soit une forte accélération par rapport à la stabilité de l'année 2015/16. **La consommation privée qui était freinée par une paranoïa collective après la mise en place de la politique anti-extravagance en 2012 tend à se normaliser depuis l'été 2015, en particulier en Chine continentale.** Le groupe a également bénéficié dans le pays de sa campagne marketing « One Life/Live Them » qui mettait en scène la star chinoise Huang Xiomng. Le produit emblématique du groupe reste le Club (80EUR la bouteille). La guidance de Rémy Cointreau pour 2016/17 qui est un retour à la croissance des ventes et des déplétions (valeur) reste inchangée.

La division Cognac devrait être le principal moteur de croissance pour Rémy Cointreau dans les années à venir. Nous estimons que ses ventes devraient augmenter de 6,6% en 2016/17, en nette accélération par rapport à 2015/16 (+3,2%).

Fig. 1: Prévisions de CA



Source: Rémy Cointreau, Bryan, Garnier & Co

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

2. Un plan stratégique en bonne voie

Dans son plan stratégique dévoilé en juin 2015, Rémy Cointreau a indiqué que son objectif était de devenir le leader sur le segment des spiritueux exceptionnels, c'est-à-dire vendus à un prix supérieur à 50USD. La vaste majorité des marques satisfait ce critère.

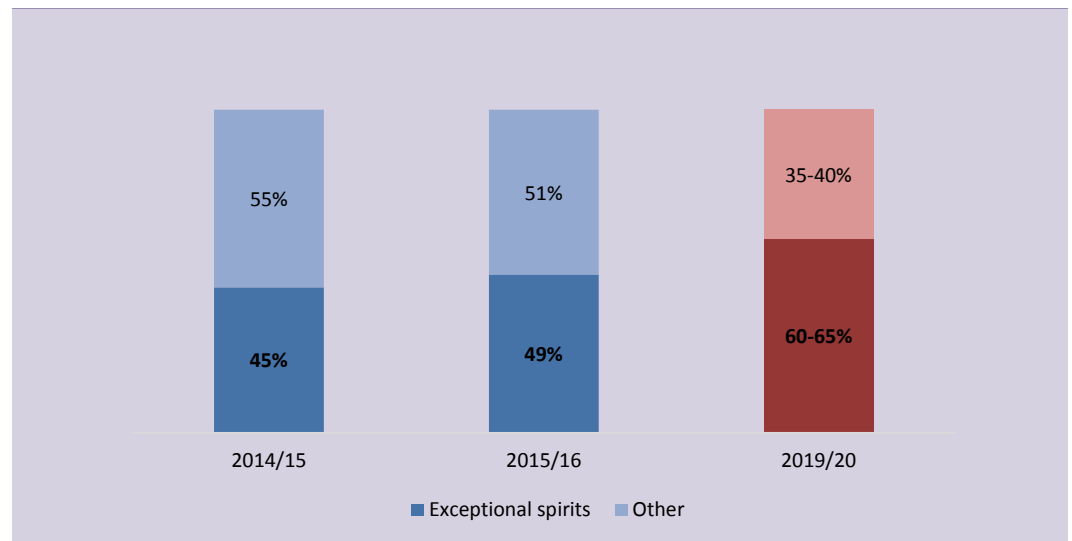
Fig. 2: Le portefeuille du groupe



Source: Rémy Cointreau

Le groupe vise à générer 60-65% de son CA sur les spiritueux exceptionnels d'ici 2019/20. Nous sommes confiants dans sa capacité à atteindre cet objectif. **2015/16 peut en effet être considéré comme une première étape réussie.** Leur poids a progressé de 4pts en un an pour atteindre 49%.

Fig. 3: Poids des spiritueux exceptionnels dans le CA du groupe



Source: Rémy Cointreau, Bryan, Garnier & Co

Pour atteindre son objectif, le groupe se concentre principalement sur l'amélioration du prix/mix de son portefeuille existant. Concrètement, il augmente les prix, accroît ses investissements sur les produits qui se qualifient comme « spiritueux exceptionnels », et lancent de nouveaux produits à plus de 50USD.

- L'une des priorités pour le **portefeuille de cognac** est de développer la catégorie intermédiaire dont le prix est supérieur à celui du VOSP mais inférieur à celui du XO. Les produits Club en Chine et 1738 aux Etats-Unis ont ainsi bénéficié d'une grande campagne marketing. Louis XIII doit également retrouver son statut de 2012. Pour ce faire, une diversification géographique est à l'œuvre. Il existe des opportunités hors de Chine : les Etats-Unis, le Canada, la Russie, l'Inde... Pour les saisir, le groupe doit recruter des influenceurs parmi les HNWI (13 millions de personnes dans le monde). Les innovations sont également importantes. La société a ainsi lancé la miniature (5cl vendus à EUR500) et des éditions spéciales telles que l'Odyssée d'Un Roi. Pour rappel, les volumes de VS sont maintenant résiduels (principalement en Russie).
- Au sein de la division **Liqueurs & Spiritueux**, le groupe investit massivement sur les produits Bruichladdich (Bruichladdich/Port Charlotte/Octomore/The Botanist) qui peuvent être considérées comme « exceptionnels ». Il a également lancé des versions premiums de ses marques existantes: Mount Gay Black Barrel, Mount Gay XO, Cointreau Blood Orange, Saint-Rémy XO, et Metaxa Angel's Treasure. Parallèlement, il a augmenté en deux ans le prix de Mount Gay Eclipse aux Etats-Unis de 15USD à 25USD.

Des ajustements dans le portefeuille de produits devraient également permettre à Rémy Cointreau d'augmenter le poids des spiritueux exceptionnels. Le groupe a cédé la marque Izarra en octobre 2015 avant de former une JV avec Luca Bols pour la marque Passoa en septembre 2016. Cette liqueur de fruits de la passion qui représente environ 1,5% du chiffre d'affaires du groupe devrait être déconsolidée à la fin de 2016. Nous ne pensons pas que de nouvelles cessions de marques de liqueurs & spiritueux sont à venir mais d'autres contrats de distribution pourraient prendre fin. Le groupe a déjà interrompu la distribution des whiskys Edrington aux États-Unis en 2014/15, des champagnes EPI aux États-Unis en 2015/16 et en France, au Benelux et dans le Travel Retail en 2016/17... En 2015/16, la division Marques partenaires ne représentait que 12% des ventes du groupe par rapport à 24% deux ans auparavant. Les contrats restants sont de petite taille (principalement des marques de William Grant & Sons et Russian Standard). Rémy Cointreau n'avait fait aucune acquisition depuis Bruichladdich en 2012 mais a annoncé en octobre la volonté de racheter le Domaine des Hautes Glaces, un whisky biologique produit à partir d'énergie renouvelable et vendu à un prix compris entre 65EUR et 150EUR. Le groupe s'est toujours dit intéressé par une marque de champagne mais nous avons indiqué que les whisk(e)ys, la tequila et le mezcal étaient des cibles envisageables.

3. Estimations

Fig. 4: Ventes

EURm	2014/15	2015/2016	2016/17e	2017/18e	2018/19e
Group					
Sales	1032	1051	1076	1145	1227
% reported	-6.4%	8.9%	2.5%	6.4%	7.1%
% FX and perimeter	-7.0%	8.5%	-1.3%	0.2%	0.0%
% organic	0.6%	0.3%	3.7%	6.2%	7.1%
Rémy Martin					
Sales	565	648	683	748	815
% reported	2.5%	14.7%	5.4%	9.5%	9.0%
% organic	-1.9%	3.2%	6.6%	8.0%	9.0%
Liqueurs & Spirits					
Sales	263	274	281	284	295
% reported	10.8%	4.1%	2.8%	0.8%	4.0%
% organic	7.2%	-1.5%	4.8%	4.0%	4.0%
Partner Brands					
Sales	137	129	112	114	117
% reported	-43.5%	-6.0%	-12.8%	1.1%	3.0%
% organic	-1.0%	-8.1%	-13.0%	0.3%	3.0%

Fig. 5: Résultat opérationnel courant

EURm	2014/15	2015/2016	2016/17e	2017/18e	2018/19e
Group					
EBIT	156	178	206	228	256
Margin	16.2%	17.0%	19.2%	19.9%	20.9%
Change in bps	160	82	220	70	102
Rémy Martin					
EBIT	117	140	162	180	203
Margin	20.8%	21.6%	23.7%	24.1%	24.9%
Change in bps	-197	78	217	32	88
Liqueurs & Spirits					
EBIT	52	48	54	57	63
Margin	19.7%	17.6%	19.2%	20.2%	21.2%
Change in bps	406	-212	162	103	97
Partner Brands					
EBIT	7	6	6	6	6
Margin	5.3%	4.6%	5.2%	5.1%	5.1%
Change in bps	174	-67	57	-12	0
Holding company costs					
EBIT	-21	-15	-15	-15	-15
% of sales	-2.1%	-1.5%	-1.4%	-1.3%	-1.3%

Source of all tabs: Rémy Cointreau, Bryan, Garnier & Co

4. Achat; FV: EUR84

Fig. 6: DCF (1/2)

<i>EURm</i>	2016/17e	2017/18e	2018/19e	2019/20e	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Sales	1076	1145	1227	1319	1424	1520	1605	1676	1730	1765
% change	2.5%	6.4%	7.1%	7.5%	7.9%	6.8%	5.6%	4.4%	3.2%	2.0%
EBIT	206	228	256	282	312	333	351	367	379	386
EBIT margin	19.2%	19.9%	20.9%	21.4%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%	21.9%
-Income taxes	-57	-65	-74	-79	-87	-93	-98	-103	-106	-108
+Depreciation	20	23	26	29	34	38	42	46	50	53
as % of sales	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%	2.4%	2.5%	2.6%	2.8%	2.9%	3.0%
+ Change in WC	-16	-17	-18	-20	-21	-23	-24	-25	-26	-26
as % of sales	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
Operating cash flows	154	168	189	213	237	255	271	285	297	305
-Capex	-35.7	-37.8	-40.5	-42.9	-45.6	-47.9	-49.8	-51.1	-51.9	-52.1
as % of sales	-3.3%	-3.3%	-3.3%	-3.3%	-3.2%	-3.2%	-3.1%	-3.1%	-3.0%	-3.0%
Free cash flow	118	130	149	170	191	207	221	234	245	253
Discount coefficient	0.94	0.89	0.83	0.78	0.74	0.69	0.65	0.62	0.58	0.55
Discounted FCF	111	115	124	133	141	144	145	144	142	138

Fig. 7: DCF (2/2)

Sum of discounted cash flows	1337
+Terminal Value	3300
-Net debt	458
-Provisions	36
-Minorities	1
+Financial assets	135
Equity Value	4276
Number of shares (m)	51.2
Fair value (EUR)	84

Source of all charts: Bryan, Garnier & Co

INDEPENDENT RESEARCH
UPDATE

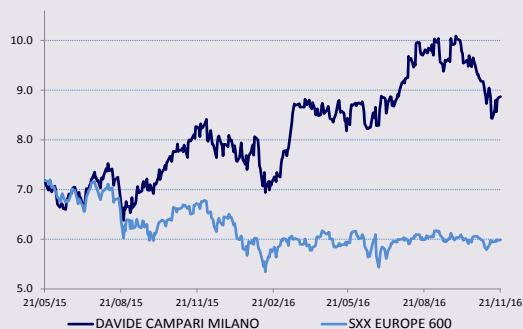
23 novembre 2016

Agro-Alimentaire & Boissons

Bloomberg	CPR IM
Reuters	CPR.MI
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	10,1 / 6,9
Capitalisation Boursière (MEUR)	5 152
Valeur d'Entreprise	6 453
Volume moyen 6 mois (000 actions)	1 209
Flottant	49,0%
TMVA BPA (3 ans)	15,4%
Gearing (12/15)	47%
Rendement (12/16e)	1,01%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MEUR)	1 657	1 730	1 917	2 020
EBIT(MEUR)	332,70	355,23	410,04	442,37
BPA Publié (EUR)	0,32	0,35	0,45	0,49
BPA dilué (EUR)	0,32	0,35	0,45	0,49
EV/CA	3,61x	3,73x	3,27x	3,00x
EV/EBITDA	15,7x	15,9x	13,4x	12,1x
EV/EBIT	18,0x	18,2x	15,3x	13,7x
P/E	27,6x	25,0x	19,5x	18,0x
ROCE	7,0	6,7	10,3	11,1

Cours et données arrêtés au 21 novembre



Campari

Spécialités italiennes

Fair Value 10,7EUR (cours 8,87EUR)

ACHAT

Campari continue d'être une de nos valeurs de spiritueux favorites. Non seulement le groupe bénéficie d'un portefeuille bien en phase avec les Y mais sa situation financière pourrait également lui permettre de mener de nouvelles acquisitions à partir de 2017. Nous maintenons notre recommandation à l'Achat et notre Fair Value de 10,7EUR.

■ **Un portefeuille bien positionné.** Nous calculons que 39% des ventes de Campari sont en adéquation avec les goûts de la génération du Millénaire. Cette dernière est à l'origine de la renaissance des amers qui représentent 30% des ventes de la société italienne. Campari et Apérol sont ses deux marques phares. Leurs ventes ont progressé de respectivement 6,1% et 11,8% en 2015 et la tendance s'est accélérée sur les neuf premiers mois de l'année 2016, avec une croissance respective de 8,1% et 19,3%. En outre, Campari est également le seul groupe à disposer d'une marque de bourbon de taille significative (7% de son CA total), ce qui lui confère un avantage clef aux Etats-Unis. Wild Turkey y a enregistré une croissance de ses ventes de 7,3% au 9M, globalement en ligne avec 2015 (+7,6%), mais nettement au-dessus du marché des spiritueux (+4%).

■ **D'autres acquisitions sont à venir.** Campari a toujours eu pour stratégie de générer la moitié de sa croissance via des acquisitions. Nous pensons que le groupe ne souhaite pas dépasser un ratio de dette nette/EBITDA de 3,5x. Il est donc aujourd'hui relativement contraint par l'acquisition de SPML. Nous estimons que la dette nette devrait atteindre 1 302MEUR à la fin 2016, soit un ratio de dette nette/EBITDA de 3,2x. La marge de manœuvre s'accroît en 2017 et 2018. Nous calculons que Campari est en mesure d'acquiescer une cible d'une taille maximum en termes de ventes de 100MEUR la première année et de 300MEUR la seconde.

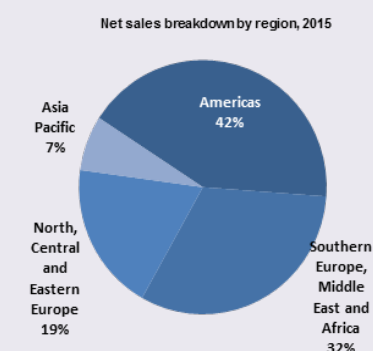
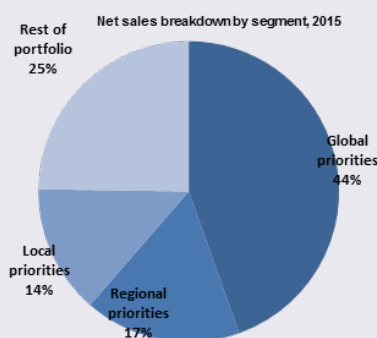
■ **Achat; Fair Value: 10,7EUR.** Nous maintenons notre recommandation à l'Achat et notre Fair Value de 10,7EUR. Sur les trois derniers mois, le titre a sous-performé le DJ Stoxx de 9%. Au cours d'avant-hier soir, il traite sur un EV/EBIT 2017e de 15.3x, 8% en-dessous de ses pairs.



Analyst:
Virginie Roumage
33(0) 1.56.68.75.22
vroumage@bryangarnier.com

Sector Analyst Team:
Nikolaas Faes
Loïc Morvan
Antoine Parison
Cédric Rossi

Campari



Activités

Fondé en 1860, Campari figure à la sixième place de l'industrie mondiale des spiritueux. Le groupe possède plus de 50 marques, aussi bien de spiritueux (son cœur de métier) que de vins et de boissons non-alcoolisées. Ses marques de renommée internationale sont Aperol, Campari, Appleton, Cinzano, SKYY vodka et Wild Turkey.

Simplified Profit & Loss Account (€m)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Net revenues	1 524	1 560	1 657	1 730	1 917	2 020
Change (%)	13,7%	2,4%	6,2%	4,4%	10,8%	5,4%
Gross profit after distribution costs	810	832	917	993	1 104	1 167
Contribution after A&P	561	571	631	684	765	810
EBITDA	339	338	380	407	468	503
Result from recurring operations	300	298	333	355	410	442
Change (%)	-1,6%	-0,5%	11,6%	6,8%	15,4%	7,9%
Net financial income (charges)	-58,9	-60,3	-60,0	-83,0	-35,0	-35,0
Profit before taxes and non-controlling interests	230	194	249	272	375	407
Tax	-79,8	-64,6	-73,4	-73,3	-113	-122
Net profit	151	130	176	171	263	285
Minority interests	-0,60	-0,60	-0,60	0,0	0,0	0,0
Group net profit	150	129	175	171	263	285
Change (%)	-4,3%	-13,9%	36,0%	-2,5%	53,6%	8,6%

Cash Flow Statement (€m)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating cash flows	257	290	315	334	389	426
Change in working capital	-36,0	-6,9	-9,6	-23,5	-15,3	-10,7
Capex, net	-58,9	-47,9	-49,1	-49,1	-57,5	-60,6
Financial investments, net	-55,9	-57,5	-56,3	-83,0	-35,0	-35,0
Dividends	-39,8	-46,1	-45,7	-52,0	-52,0	-57,8
Other	-49,1	-21,3	-24,5	-130	-50,0	-50,0
Net debt	853	978	826	1 302	1 122	911
Free Cash flow	106	178	200	178	282	319

Balance Sheet (€m)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Tangible fixed assets	397	436	445	446	442	434
Intangibles assets	1 582	1 872	1 932	1 932	1 932	1 932
Cash & equivalents	444	231	844	339	518	558
current assets	1 258	1 088	1 746	1 276	1 501	1 576
Other assets	65,3	119	101	1 109	1 109	1 109
Total assets	3 303	3 515	4 224	4 763	4 984	5 052
L & ST Debt	1 342	1 267	1 781	2 319	2 319	2 147
Others liabilities	564	667	687	575	677	712
Shareholders' funds	1 396	1 580	1 746	1 869	1 988	2 193
Total Liabilities	1 906	1 933	2 468	2 894	2 996	2 859
Capital employed	2 120	2 444	2 510	2 533	2 548	2 559

Ratios	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Gross margin	53,17	53,31	55,35	57,41	57,60	57,80
A&P as % of sales	16,35	16,72	17,28	17,90	17,70	17,70
Contribution after A&P as % of sales	36,82	36,60	38,07	39,51	39,90	40,10
Result from recurring operations	19,66	19,12	20,08	20,53	21,39	21,90
Tax rate	34,65	38,35	29,43	26,91	30,00	30,00
Net margin	9,84	8,27	10,59	9,88	13,70	14,12
ROE (after tax)	10,78	8,20	10,08	9,15	13,21	13,00
ROCE (after tax)	7,10	5,30	7,01	6,75	10,30	11,14
Gearing	61,08	61,93	47,31	69,64	56,45	41,52
Pay out ratio	32,00	30,17	28,00	25,37	22,02	20,27
Number of shares, diluted	590 855	582 346	578 055	578 055	578 055	578 055

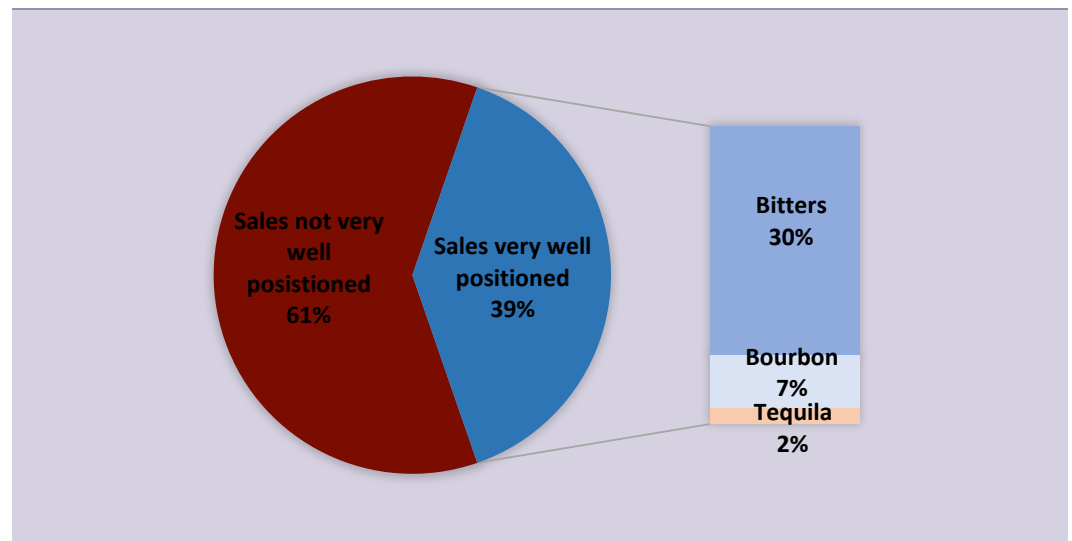
Data per Share (€)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Basic EPS	0,26	0,27	0,32	0,35	0,45	0,49
Diluted EPS	0,25	0,27	0,32	0,35	0,45	0,49
% change	-7,4%	6,1%	21,2%	10,4%	28,0%	8,6%
BVPS	2,36	2,71	3,02	3,23	3,44	3,79
Operating cash flows	0,43	0,50	0,54	0,58	0,67	0,74
Free Cash Flow	0,18	0,31	0,35	0,31	0,49	0,55
Net dividend	0,08	0,08	0,09	0,09	0,10	0,10

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

1. 39% du portefeuille est bien positionné

Nous calculons que 39% des ventes de Campari sont en adéquation avec les goûts de la génération du Millénaire. Cette dernière est à l'origine de la renaissance des amers qui représentent 30% des ventes de la société italienne. Elle favorise également le bourbon et la tequila qui comptent pour respectivement 7% et 2% du CA.

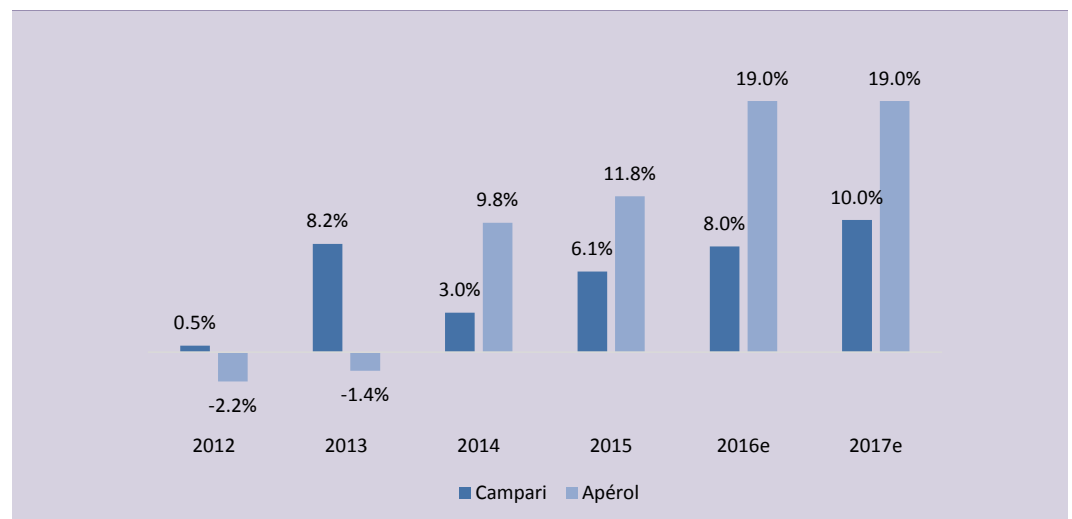
Fig. 1: Le portefeuille de Campari (% de ventes groupe)



Source: Campari, Bryan, Garnier & Co

Campari génère 30% de ses ventes sur les amers. Campari et Apérol sont les deux marques d'amers phares du groupe, représentant chacune 10% du CA. Leurs ventes ont progressé de respectivement 6,1% et 11,8% en 2015 et la tendance s'est accélérée sur les neuf premiers mois de l'année 2016, avec une croissance respective de 8,1% et 19,3%.

Fig. 2: Croissance organique des ventes de Campari et d'Apérol



Source: Campari, Bryan, Garnier & Co

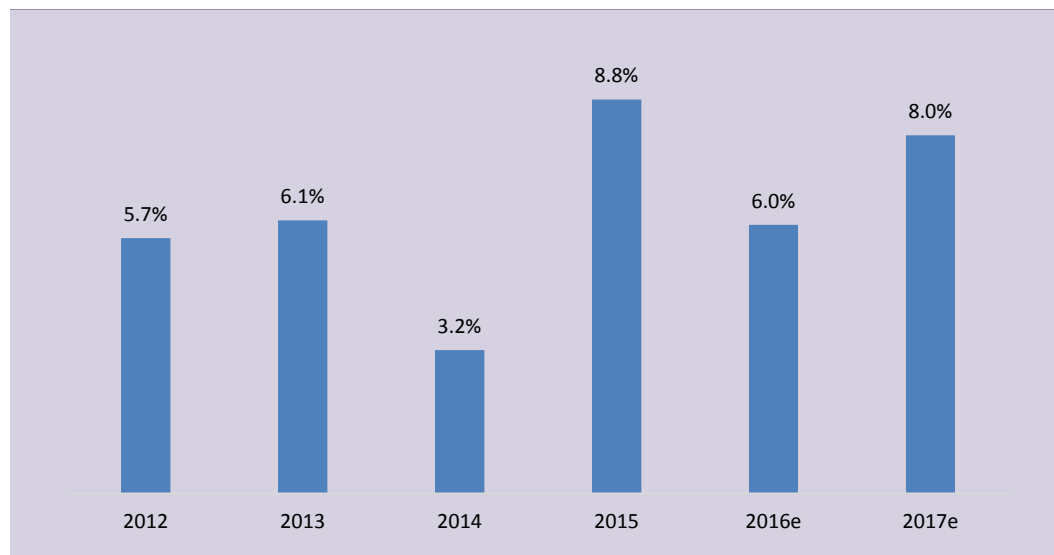
Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Les marchés historiques de Campari et Apérol s'améliorent après plusieurs années difficiles. En Allemagne, Aperol a connu un très grand succès mais au T4 2011 ses ventes ont commencé à décliner, phénomène qui s'est poursuivi sur 2012 et 2013. C'est principalement dû à la concurrence des copies et notamment du Hugo fabriqué à partir de baie de sureau. Les ventes d'Apérol se sont finalement stabilisées en 2015 avant de croître de 13,7% sur les neuf premiers mois de l'année 2016. En Italie, Campari et Apérol ont affiché des croissances respectives de 9,5% et 5,7% au 9M. C'est une nette accélération par rapport à une année 2015 marquée par des progressions de 2,9% et 4,8%, respectivement.

Campari et Aperol connaissent également une croissance exponentielle sur des nouveaux marchés. Aux Etats-Unis, Campari et Apérol ont crû à trois chiffres pendant plusieurs années pour finalement représenter 25% du CA de la société italienne dans le pays. La mode des cocktails classiques a conduit à un engouement pour la catégorie des amers. Campari a ainsi fortement bénéficié de l'intérêt pour le Negroni. Mais l'Apérol Spritz est en train de percer. Les ventes d'Apérol aux Etats-Unis ont ainsi crû de 42% en organique sur les 9M. La marque progresse également très fortement en Europe: en 2015, +96% en France, +119% en Espagne et +233% au Royaume-Uni

Campari est également le seul de nos groupes à disposer d'une marque de bourbon de taille significative (7% de son CA total), ce qui lui confère un avantage sur le marché clef des Etats-Unis. Sa marque Wild Turkey y a enregistré une croissance de 7,3% sur les 9M, globalement en ligne avec 2015 (+7,6%), mais nettement au-dessus du marché des spiritueux (+4%). Nous estimons qu'au niveau mondial les ventes de la marque devraient progresser de 6% en 2016 et de 8% en 2017 sur une base organique.

Fig. 3: Croissance organique des ventes de Wild Turkey



Source: Campari, Bryan, Garnier & Co

Les Millénaires apprécient l'authenticité de la tequila. Campari possède la marque Espolon qui représente 2% du CA total. Elle a enregistré une croissance des ventes de 35% en 2015 et de 43% sur les neuf premiers mois de l'année 2016.

2. D'autres acquisitions sont à venir

Campari a toujours eu pour stratégie de générer la moitié de sa croissance via des acquisitions. La dernière en date est celle de SPML en mars 2016. Le principal objectif de cette acquisition était d'augmenter le poids des Etats-Unis de 22% à 25% du CA. Cette transaction est relative, rajoutant 0,7 point à la marge d'EBITDA 2015 de Campari.

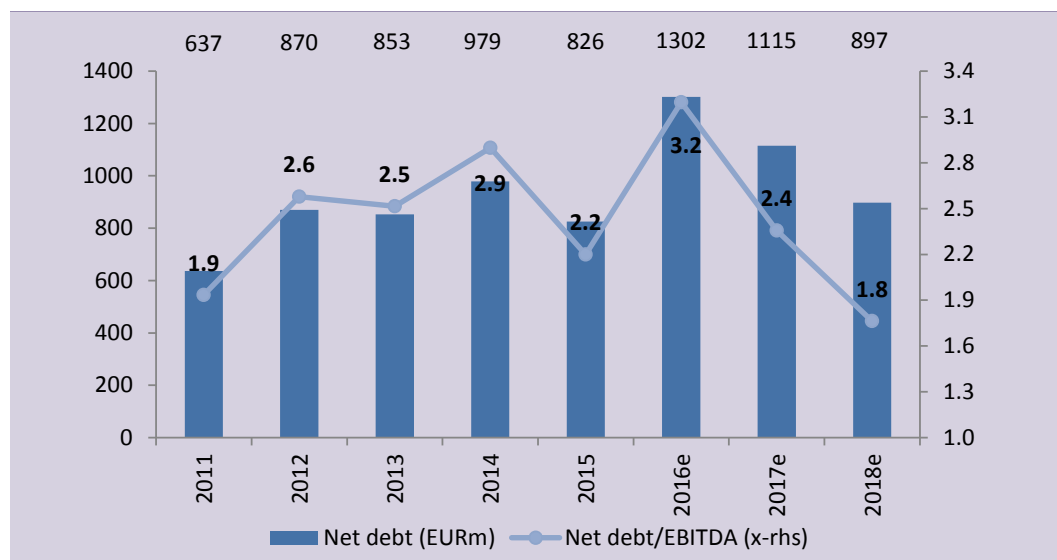
Fig. 4: Les acquisitions du groupe et leurs objectifs

Year	Target	Rationale
2001	Skyy Spirits	Exposure to the US and to the vodka category
2003	Barbero 1891 (Aperol)	Exposure to a medium-alcoholic content spirit (Aperol)
2005	Glen Grant, Braemar brands, Old Smuggler	Exposure to the whisk(e)y category
2007	Cabo Wabo Tequila	Strengthened presence in the US and exposure to tequila
2008	Destiladora San Nicolas	Access to the Mexican market
2009	Wild Turkey	Presence in the bourbon category and basis for its own distribution platform in Australia
2010	Carolans, Frangelico, Irish Mist	Strengthened presence in the US
2011	Sagatiba	Exposure to cachaça and Brazil
2012	Lascelles deMercado	Exposure to rum
2014	Forty Creek Distillery	Exposure to Canadian whisky
2014	Fratelli Averna	Increased critical mass in Central Europe
2016	SPML	Increased critical mass and exposure to on-trade in the US

Source: Campari, Bryan, Garnier & Co

Nous pensons que la société italienne ne souhaite pas dépasser un ratio de dette nette/EBITDA de 3,5x. Elle est donc aujourd'hui relativement contrainte par l'acquisition de SPML. Nous estimons que la dette nette devrait atteindre 1 302MEUR à la fin 2016, soit un ratio de dette nette/EBITDA de 3,2x. Il devrait baisser à 2,4x en 2017, permettant au groupe de revenir à une politique d'acquisitions active.

Fig. 5: La dette nette de Campari



Source: Campari, Bryan, Garnier & Co

La simulation suivante qui ne prend pas en compte d'éventuelles synergies ou des acquisitions sur les segments du vins et des boissons non-alcoolisées montre que les scénarios permettant à Campari de ne pas dépasser un ratio de dette nette/EBITDA de 3,5x sont le 1 et 2 en 2017 et le 1,2, 3 et 4 en 2018. **Le groupe peut donc acquérir une cible d'une taille maximum en termes de ventes de 100MEUR la première année et de 300MEUR la seconde.**

Fig. 6: Simulation de la capacité d'endettement du groupe

EURm	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4	Scenario 5
Assumption of sales	50	100	200	300	400
Average EBITDA margin	25%	25%	25%	25%	25%
EBITDA	12.5	25	50	75	100
2017e					
Sector's average 2016e EV/sales	3.8x				
EV of the target	190	380	760	1140	1520
Net debt (EV of the target + Campari's net debt)	1305	1495	1875	2255	2635
Consolidated EBITDA	486	498	523	548	573
Net debt/EBITDA (x)	2.7	3.0	3.6	4.1	4.6
2018e					
Sector's average 2017e EV/sales	3.5x				
EV of the target	175	350	700	1050	1400
Net debt (EV of the target + Campari's net debt)	1072	1247	1597	1947	2297
Consolidated EBITDA	522	534	559	584	609
Net debt/EBITDA (x)	2.1	2.3	2.9	3.3	3.8

Source: Campari, Bryan, Garnier & Co

Quelles seraient les cibles? Campari a toujours cherché à acquérir des marques qui rentraient dans une des deux catégories:

- Les bijoux cachés, c'est-à-dire des marques qui existent depuis longtemps mais qui sont sous-investies par leurs propriétaires actuels
- Les étoiles montantes qui sont en très forte croissance mais n'ont pas encore atteint leur plein potentiel, que ce soit en termes de couverture géographique ou de reconnaissance de la marque

3. Estimations

Nous estimons une croissance organique des ventes de 5,4% en 2016 qui fait suite à une progression de 3% en 2015. Cette accélération est permise par les marques globales prioritaires qui sont attendues en hausse de 8,5% en 2016 (+6,1% en 2015). SPML est consolidé depuis juillet 2016.

Fig. 7: Ventes

EURm	2015	2016e	2017e	2018e
Group				
Sales	1657	1730	1917	2020
% reported	6.2%	4.4%	10.8%	5.4%
% perimeter	-1.0%	2.0%	4.3%	0.0%
% FX	4.1%	-2.9%	1.1%	0.0%
% organic	3.0%	5.4%	5.4%	5.4%
Americas				
Sales	702	721	811	853
% reported	14.3%	2.8%	12.5%	5.2%
% organic	7.0%	3.2%	4.7%	5.0%
Southern Europe, Middle East and Africa				
Sales	525	542	594	625
% reported	4.0%	3.2%	9.6%	5.2%
% organic	1.9%	3.7%	4.5%	5.2%
North, Central and Eastern Europe				
Sales	314	347	379	401
% reported	-5.6%	10.5%	9.2%	5.8%
% organic	-3.7%	13.0%	8.0%	6.0%
Asia Pacific				
Sales	116	120	133	141
% reported	7.2%	3.7%	10.8%	6.0%
% organic	6.4%	5.4%	6.0%	6.0%

Source: Campari, Bryan, Garnier & Co

La progression de la marge sur les trois prochaines années devraient être tirée par un mix positif provenant de la plus forte croissance des marques globales prioritaires dont la marge brute atteint 70% contre 55% pour la moyenne du groupe. Sur le S2 2016 et le S1 2017, ce mix positif devrait être en partie compensé par une hausse des frais de publicité et surtout de structure, lesquels sont liés à la mise en place d'une filiale en Afrique du Sud et au renforcement des capacités commerciales dans le CHR aux Etats-Unis.

Fig. 8: Résultat opérationnel courant

EURm	2015	2016e	2017e	2018e
Group				
EBIT	333	355	410	442
% reported	11.6%	6.8%	15.5%	7.8%
Margin	20.1%	20.5%	21.4%	21.9%
Variation in bps	97	45	86	51
Americas				
EBIT	135	135	160	173
% reported	33.3%	-0.6%	18.5%	8.1%
Margin	19.3%	18.7%	19.8%	20.4%
Variation in bps	280	-64	118	57
Southern Europe, Middle East and Africa				
EBIT	100	108	125	136
% reported	2.5%	8.6%	15.6%	8.5%
Margin	18.9%	19.9%	21.0%	21.7%
Variation in bps	-30	99	106	66
North, Central and Eastern Europe				
EBIT	82	99	110	117
% reported	-4.4%	21.7%	10.4%	7.0%
Margin	26.0%	28.6%	28.9%	29.1%
Variation in bps	30	262	26	27
Asia Pacific				
EBIT	16	13	15	16
% reported	13.4%	-17.5%	13.2%	8.0%
Margin	13.9%	11.0%	11.2%	11.4%
Variation in bps	80	-283	20	16

Source: Campari, Bryan, Garnier & Co

4. Valorisation

Fig. 9: DCF (1/2)

EURm	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Sales	1 917	2 020	2 128	2 242	2 363	2 473	2 572	2 658	2 728	2 781
% change	12.1%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	4.7%	4.0%	3.3%	2.6%	2.0%
EBIT	410	442	472	504	538	564	586	606	622	634
EBIT margin	21.4%	21.9%	22.2%	22.5%	22.8%	22.8%	22.8%	22.8%	22.8%	22.8%
-income taxes	-114	-124	-128	-136	-145	-152	-158	-164	-168	-171
+depreciation	58	61	65	68	72	75	78	81	83	84
as % of sales	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
+change in WC	-12	-10	-21	-22	-24	-25	-26	-27	-27	-28
as % of sales	-0.6%	-0.5%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
Operating cash flows	342	369	388	414	441	462	480	496	509	519
-capex	-58	-61	-65	-68	-72	-75	-78	-81	-83	-84
as % of sales	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
Free cash flow	284	308	323	346	369	387	402	416	427	435
Discount coefficient	0.94	0.88	0.82	0.77	0.72	0.68	0.64	0.60	0.56	0.52
Discounted FCF	266	270	266	267	267	262	256	248	238	228

Fig. 10: DCF (2/2)

Sum of discounted cash flows	2 568
+Terminal Value	4952
+Financial assets	10
-Net debt	-1 302
-Minorities	-0.3
-Provisions	-22
Equity Value	6 206
Number of shares (m)	578
Fair Value (EUR)	10.7

Source of all tabs: Campari, Bryan, Garnier & Co

INDEPENDENT RESEARCH
UPDATE

23 novembre 2016

Agro-Alimentaire & Boissons

Bloomberg	RI FP
Reuters	PERP.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	110,3 / 91,6
Capitalisation Boursière (MEUR)	27 020
Valeur d'Entreprise	35 304
Volume moyen 6 mois (000 actions)	458,8
Flottant	79,4%
TMVA BPA (3 ans)	7,7%
Gearing (06/16)	65%
Rendement (06/17e)	1,99%

Fin Juin	06/16	06/17e	06/18e	06/19e
C. d'affaires (MEUR)	8 682	8 899	9 253	9 673
EBIT(MEUR)	2 277	2 390	2 517	2 655
BPA Publié (EUR)	5,20	5,60	6,06	6,49
BPA dilué (EUR)	5,20	5,60	6,05	6,49
EV/CA	4,12x	3,97x	3,76x	3,55x
EV/EBITDA	14,3x	13,5x	12,7x	11,8x
EV/EBIT	15,7x	14,8x	13,8x	12,9x
P/E	19,6x	18,2x	16,8x	15,7x
ROCE	6,7	11,5	11,8	12,1

Cours et données arrêtés au 21 novembre



Pernod Ricard

Du mieux !

Fair Value 115EUR (cours 101,8EUR)

ACHAT

La croissance organique des ventes devrait s'accélérer en 2016/17 grâce à une amélioration en Chine et en Europe tandis que le dynamisme aux Etats-Unis devrait se poursuivre. Nous maintenons notre recommandation Achat et notre Fair Value de 115EUR.

■ **Une amélioration en Chine et en Europe.** Les ventes en Chine se sont repliées de seulement 2% en 2014/15 avant d'afficher une baisse de 9% en 2015/16. Cette détérioration est principalement due aux whisk(e)ys qui ont continué de décliner à deux chiffres tandis que le cognac Martell n'était que légèrement en baisse grâce à une normalisation des comportements de consommation. Il est revenu en territoire positif au T1 2016/17 (+3%). Nous pensons que Pernod Ricard devrait parvenir à stabiliser ses ventes en Chine cette année. L'Europe montre également des signes d'amélioration. Nous estimons une croissance organique des ventes de 2% en 2016/17 dans la région. C'est une accélération par rapport à 2015/16 (+1,1%) qui est permise par l'Est (et notamment la Russie) mais aussi la France, en l'absence des effets techniques qui ont impacté la performance de l'année passée.

■ **Une performance solide aux Etats-Unis.** Les ventes dans le pays ont affiché une progression de 4% en 2015/16 après la stabilité de l'année 2014/15. Ce rythme de croissance devrait se poursuivre sur 2016/17. Le whiskey irlandais Jameson et le scotch single malt The Glenlivet qui comptent pour respectivement 25% et 7% des ventes du groupe aux Etats-Unis restent les premiers moteurs de la croissance. Ces deux marques ont vu leur sell-out progresser de 23% et 9% l'année dernière. Même si elle reste en territoire négatif, la marque Absolut montre des signes d'amélioration. Ses déplétions (valeur) n'ont reculé que de 2% en 2015/16, ce qui fait suite à une baisse de 4% en 2014/15.

■ **Achat. Fair Value: 115EUR.** Le titre a sous-performé le DJ Stoxx de 7% sur le dernier mois. Au cours d'avant-hier soir, il traite sur un EV/EBIT 2016/17e de 14.8x, 11% en-dessous de la moyenne de ses pairs. Nous maintenons notre recommandation Achat qui a été relevée vendredi 18 novembre. Notre Fair Value reste inchangée à 115EUR.

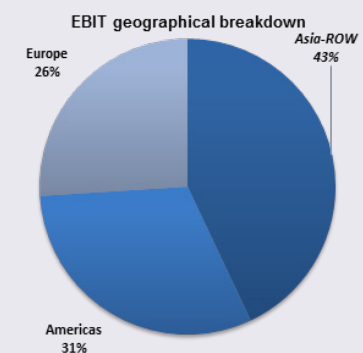
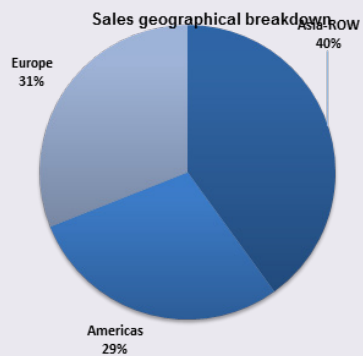


Analyst:
Virginie Roumage
33(0) 1.56.68.75.22
vroumage@bryangarnier.com

Sector Analyst Team:
Nikolaas Faes
Loïc Morvan
Antoine Parison
Cédric Rossi

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	30/06/14	30/06/15	30/06/16	30/06/17e	30/06/18e	30/06/19e
Revenues	7 945	8 558	8 682	8 899	9 253	9 673
Change (%)	-7,3%	7,7%	1,4%	2,5%	4,0%	4,5%
Gross Profit	4 987	5 296	5 339	5 464	5 691	5 997
Contribution after A&P	3 484	3 453	3 473	3 577	3 729	3 937
Adjusted EBITDA	2 421	2 456	2 494	2 612	2 748	2 897
Recurring EBIT	2 056	2 238	2 277	2 390	2 517	2 655
Change (%)	-7,8%	8,9%	1,7%	5,0%	5,3%	5,5%
Financial results	-485	-489	-432	-390	-355	-340
Pre-Tax profits	1 332	1 100	1 663	1 900	2 062	2 215
Tax	-305	-221	-409	-457	-498	-536
Minority interests / Discontinued operations	-11,0	-18,0	-20,0	-21,0	-21,0	-21,0
Net profit group share	1 016	861	1 234	1 421	1 543	1 658
Restated net profit group share	1 185	1 329	1 380	1 486	1 608	1 723
Change (%)	-3,4%	12,2%	3,8%	7,7%	8,2%	7,1%
Cash Flow Statement (EURm)						
Operating cash flows	2 263	2 466	2 529	2 590	2 711	2 878
Change in working capital	319	192	211	128	164	225
Capex, net	274	313	337	311	278	290
Financial investments / tax paid	831	807	781	847	853	876
Dividends	448	461	497	499	538	579
Other(s)	351	-913	-260	27,0	0,0	0,0
Net debt	8 352	9 020	8 715	8 284	7 806	7 298
Free Cash flow	839	1 154	1 200	1 304	1 417	1 487
Balance Sheet (EURm)						
Tangible fixed assets	2 593	2 933	3 233	3 334	3 436	3 538
Intangibles assets	16 449	17 706	17 572	17 923	18 282	18 648
Cash & equivalents	503	595	577	124	602	1 110
current assets	6 646	7 419	7 282	7 010	7 719	8 540
Other assets	1 928	2 339	2 511	2 480	2 455	2 431
Total assets	27 616	30 397	30 598	30 747	31 892	33 156
L & ST Debt	8 893	9 510	9 362	8 638	8 638	8 633
Others liabilities	6 945	7 600	7 730	7 897	8 080	8 287
Shareholders' funds	11 778	13 288	13 506	14 212	15 174	16 236
Total Liabilities	15 838	17 110	17 092	16 535	16 718	16 919
Capital employed	23 491	25 446	25 479	26 059	26 684	27 376
Ratios						
Gross profit Margin	62,77	62,52	61,14	61,88	62,06	60,77
A&P as % of sales	18,92	18,99	19,00	18,70	18,70	18,80
Contribution after A&P as % of sales	43,85	42,90	42,50	42,70	42,80	43,20
Recurring operating margin	25,88	26,15	26,23	26,85	27,20	27,45
Effective tax rate	22,90	20,09	24,59	24,08	24,15	24,21
Underlying tax rate	25,80	-24,40	-24,50	25,00	25,00	25,00
Net margin group share	12,79	10,06	14,21	15,97	16,68	17,14
ROE (after tax)	8,72	6,61	9,28	10,15	10,31	10,34
ROCE (after tax)	11,01	6,65	6,75	11,46	11,79	12,12
Gearing	70,92	67,88	64,53	59,26	52,35	45,77
Pay out ratio	36,79	36,07	36,19	36,19	36,00	136
Number of shares, diluted	265 817	266 230	265 633	265 633	265 633	265 633
Data per Share (EUR)						
Restated basic EPS	4,50	5,03	5,20	5,60	6,06	6,49
Restated diluted EPS	4,46	4,99	5,20	5,60	6,05	6,49
% change	-3,2%	11,9%	4,1%	7,7%	8,2%	7,1%
BVPS	44,31	49,91	50,84	53,50	57,12	61,12
Operating cash flows	8,51	9,26	9,52	9,75	10,21	10,84
FCF	3,16	4,33	4,52	4,91	5,33	5,60
Net dividend	1,64	1,80	1,88	2,03	2,18	8,83

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.



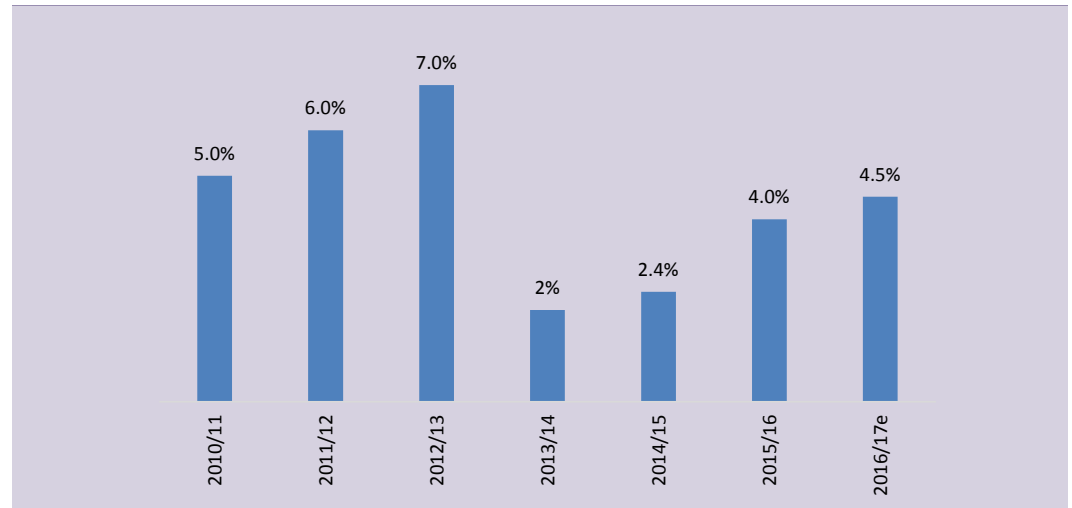
Activités

Le groupe Pernod Ricard est né de la fusion en 1975 de deux groupes français des apéritifs anisés. Grâce à de la croissance interne et des acquisitions (Seagram en 2001, Allied Domecq en 2005, V&S en 2008), Pernod Ricard est désormais le second groupe mondial de vins et spiritueux avec 18% de part de marché derrière Diageo 28%. La stratégie du groupe repose sur trois piliers: la décentralisation, la montée en gamme et les innovations.

1. Des ventes en hausse de 4,5% cette année dans les Amériques

Selon nos estimations, les ventes de Pernod Ricard dans les Amériques devraient progresser de 4,5% en 2016/17. C'est une légère accélération par rapport à 2015/16 (+4%).

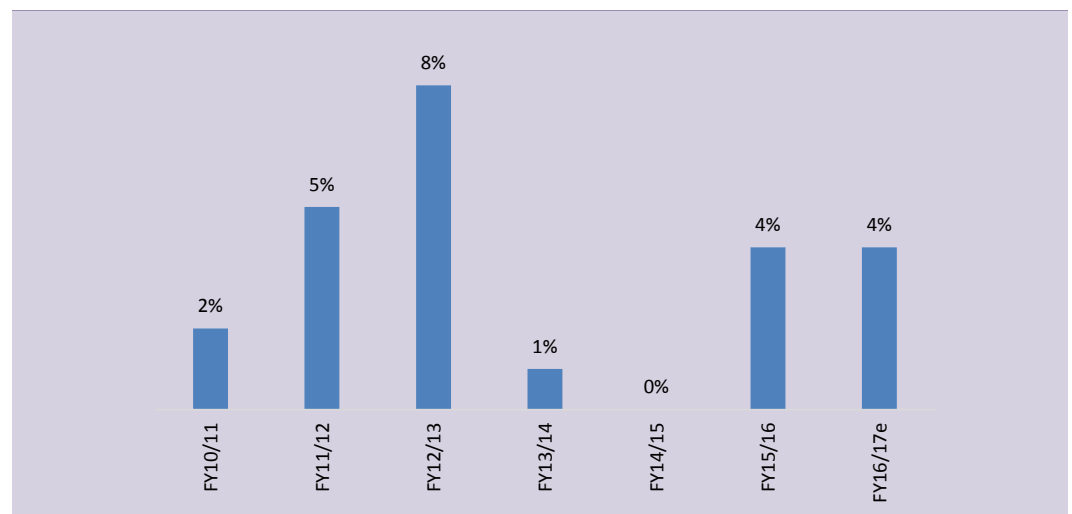
Fig. 1: Croissance organique des ventes dans les Amériques



Source: Pernod Ricard, Bryan, Garnier & Co

Le groupe a multiplié les initiatives afin de gagner des parts de marché aux Etats-Unis qui représentent 67% du CA de la région. Il a notamment multiplié par trois la force de vente dédiée, augmenté les dépenses de publicité pour les marques et les états prioritaires, et opéré des changements dans la structure commerciale et marketing. Les ventes ont ainsi affiché une progression de 4% en 2015/16 après avoir été stables en 2014/15. Ce rythme de croissance devrait se poursuivre sur l'année à venir.

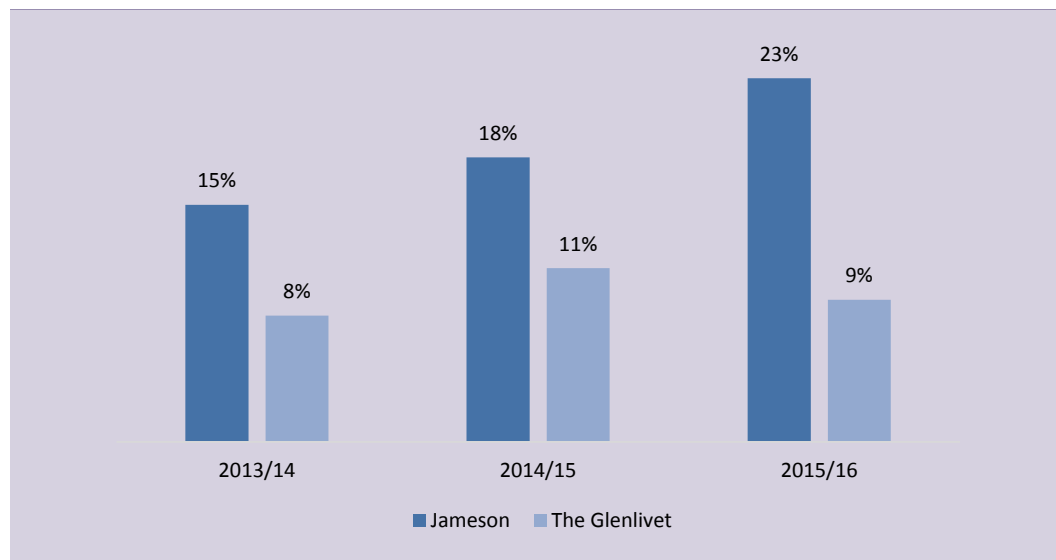
Fig. 2: Croissance organique des ventes aux Etats-Unis



Source: Pernod Ricard, Bryan, Garnier & Co

Le whiskey irlandais Jameson et le scotch single malt The Glenlivet qui comptent pour respectivement 25% et 7% des ventes du groupe aux Etats-Unis restent les premiers moteurs de la croissance. Ces deux marques ont vu leur sell-out progresser de respectivement 23% et 9% l'année dernière.

Fig. 3: Sell-out aux Etats-Unis de Jameson et The Glenlivet



Source: Nielsen

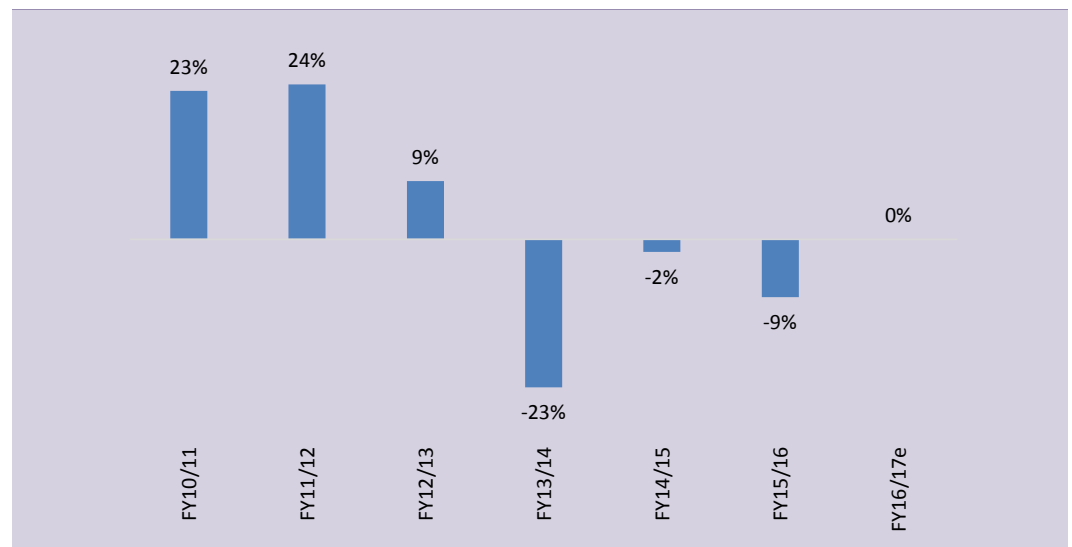
Absolut montre des signes d'amélioration mais reste en territoire négatif. Ses déplétions ont baissé de 2% en 2015/16 après -4% en 2014/15. C'est le résultat des initiatives prises par le groupe: renégociation de deux contrats de distribution, changement de packaging, recentrage des campagnes publicitaires autour de la notion d'authenticité, réduction du nombre de saveurs, hausse des dépenses de publicité, baisse des prix et extension vers le super premium via Absolut Elyx. Pernod Ricard a réitéré son objectif de stabiliser Absolut sur le moyen terme.

2. L'Asie-RDM: une croissance organique de 1,5% en 2016/17

2.1. Une amélioration en Chine...

La Chine qui représente 9% du CA total de Pernod Ricard montre des signes d'amélioration. Après la mise en place de la politique anti-extravagance, le groupe est le premier à avoir achevé le déstockage en 2013/14. Ses ventes se sont repliés de seulement 2% en 2014/15 avant d'afficher une baisse de 9% en 2015/16. Cette détérioration était principalement due aux whisk(e)y qui ont continué de décliner à deux chiffres tandis que le cognac Martell n'était que légèrement en baisse grâce à une normalisation des comportements de consommation. Il est revenu en territoire positif au T1 2016/17 (+3%). La performance reste à l'heure actuelle tirée par Noblige mais Cordon Bleu montre des signes d'amélioration. **Nous pensons que Pernod Ricard devrait parvenir à stabiliser ses ventes en Chine en 2016/17.**

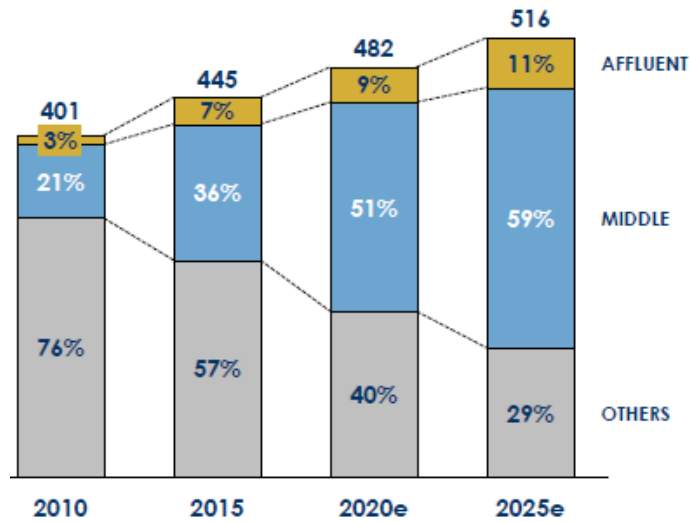
Fig. 4: Croissance organique des ventes en Chine



Source: Pernod Ricard, Bryan, Garnier & Co

Le groupe intensifie ses investissements sur les marques premium de son portefeuille en Chine, à savoir Absolut, Ballantine's Finest et Jameson. En termes de circuit, il cherche à réduire son exposition aux bars/discothèques très haut de gamme et aux karaokés traditionnels et à augmenter les ventes réalisées dans le off-trade, les bars de style occidental et les restaurants. **Cette stratégie répond à la normalisation du marché chinois qui implique une baisse du poids du super premium et du prestige et une hausse concomitante du premium qui résulte de la montée des classes moyennes.**

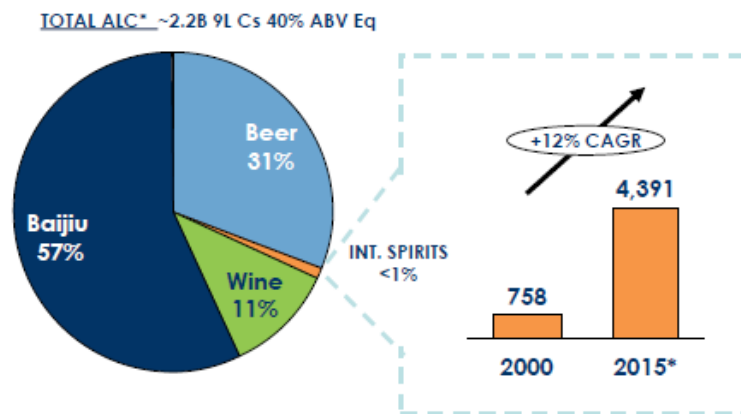
Fig. 5: Les foyers chinois (en millions)



Source: HIS Global Insight

Le portefeuille diversifié en termes de catégories de Pernod Ricard devrait lui permettre de bénéficier de l'augmentation de la consommation des spiritueux internationaux dans le pays. Ils ne représentent à l'heure actuelle pas plus de 1% des volumes consommés en Chine. Le groupe dispose par ailleurs d'un système de distribution étendu, avec une pénétration de 100% dans les villes tier 3 et de 50% dans les villes tier 4. Nous pensons que ces deux atouts couplés à une stratégie axée sur le premium permettront au groupe de revenir sur un rythme de croissance de 5% à moyen terme.

Fig. 6: La pénétration des spiritueux internationaux

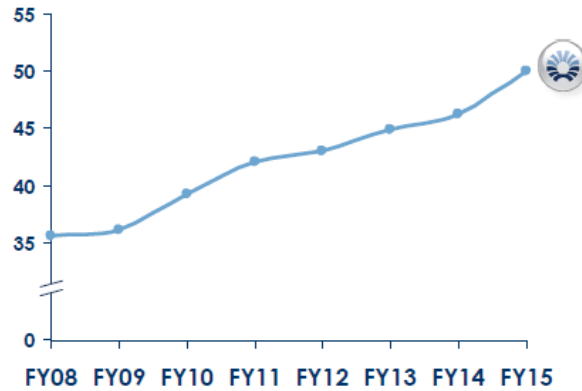


Source: Pernod Ricard

2.2. ...qui compense un ralentissement en Inde

Pernod Ricard dispose d'un portefeuille composé à 90% de whisk(e)ys indiens acquis lors du rachat des activités de Seagram, les 10% restants provenant des spiritueux du Top 14. Il jouit d'une position dominante dans le pays. Sa part de marché en valeur a atteint 50% en 2015 contre 36% il y a sept ans.

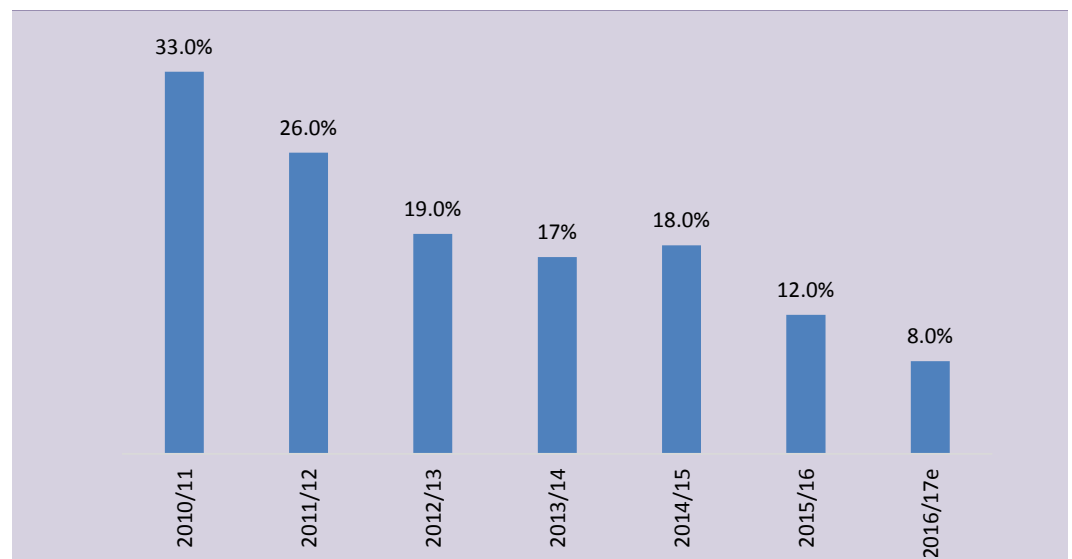
Fig. 7: Evolution de la part de marché en valeur de Pernod Ricard



Source: Pernod Ricard

Les ventes en Inde (10% du CA total) n'ont progressé que de 8% au T1 2016/17, soit une décélération par rapport à 2015/16 (+12%). Pernod Ricard a indiqué que ce rythme de croissance devrait se poursuivre sur le reste de l'année. L'environnement s'est détérioré: augmentation des taxes au Maharastra, changement de distributeur de Punjab et mise en place de la prohibition au Bihar. En outre, le groupe comme ses concurrents a souffert de ruptures d'approvisionnement pendant la fête indienne de Diwali à la fin du mois d'octobre 2016.

Fig. 8: Croissance organique des ventes en Inde

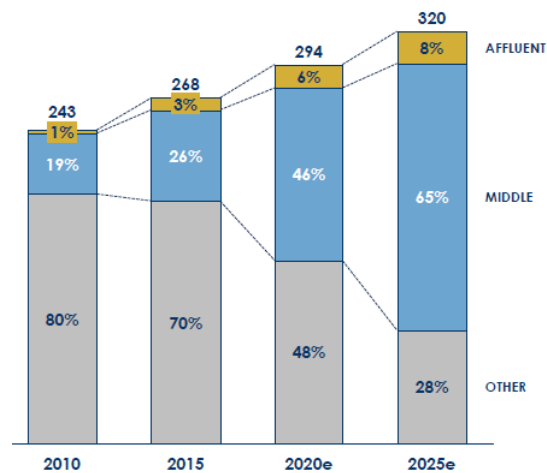


Source: Pernod Ricard, Bryan, Garnier & Co

A plus long terme, la société devait revenir à une croissance à deux chiffres en Inde. Les fondamentaux du marché sont très solides:

- Une population jeune. En Inde, le profil d'âge est très favorable à la consommation de spiritueux. En effet, plus de la moitié des Indiens ont moins de 26 ans.
- Une augmentation des classes moyennes. Selon IHS Global Insight, les classes moyennes devraient représenter 65% des foyers en 2025 contre 26% à l'heure actuelle.

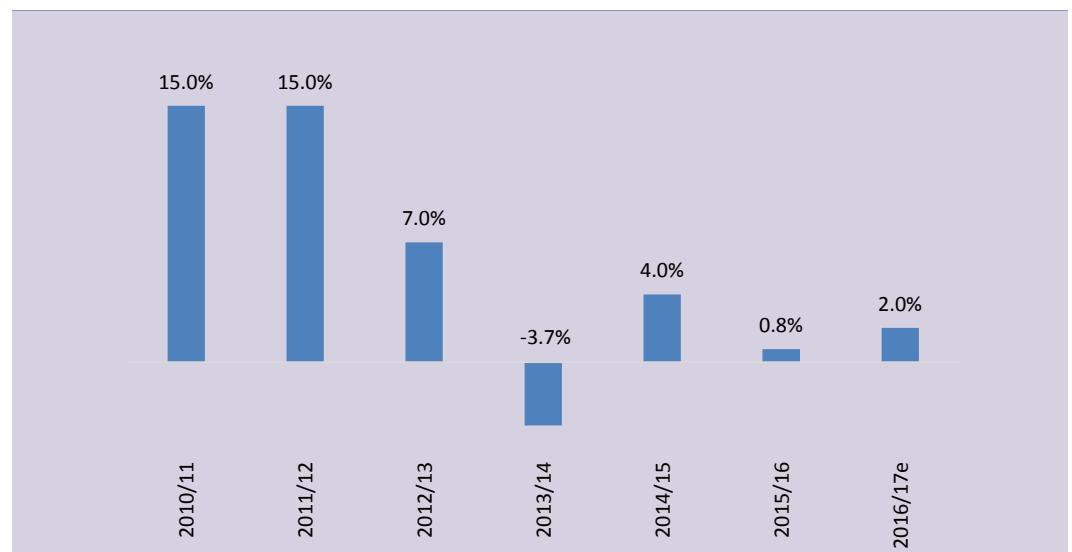
Fig. 9: Les foyers indiens (en millions)



Source: HIS Global Insight

L'amélioration en Chine devrait compenser le ralentissement de l'Inde et dans une moindre mesure celui de l'Afrique/Moyen-Orient. Nous estimons ainsi une croissance organique des ventes de la zone Asie-RDM de 2% en 2016/17 après +0,8% l'année passée.

Fig. 10: Croissance organique des ventes dans la zone Asie-RDM



Source: Pernod Ricard, Bryan, Garnier & Co

3. Une progression des ventes de 2% en Europe en 2016/17

L'Europe montre également des signes d'amélioration. Nous estimons une croissance organique des ventes de 2% en 2016/17 dans la région. C'est une accélération par rapport à 2015/16 (+1,1%) qui est permise par l'Est et la France.

Fig. 11: Croissance organique des ventes en Europe



Source: Pernod Ricard, Bryan, Garnier & Co

Les ventes à l'Est ont progressé de 5% en 2015/16 et devraient s'accroître en 2016/17, notamment grâce à la Russie. Le déstockage s'est achevé dans le pays l'année dernière et la consommation de spiritueux montre à l'heure actuelle des signes de reprise. En Pologne, la situation est plus mitigée mais le groupe parvient à regagner des parts de marché. L'Europe de l'Est constitue un véritable relais de croissance à moyen terme compte tenu de la faiblesse de la pénétration des spiritueux occidentaux.

L'Europe de l'Ouest a affiché une stabilité de ses ventes en 2015/16. Les tendances se sont améliorées dans tous les pays de la zone, à l'exception de la France où l'environnement prix reste difficile du fait de la pression des distributeurs. Les ventes dans le pays ont enregistré une baisse de 7% en 2015/16 mais elles auraient été stables sans l'impact de la fusion des systèmes informatiques de Pernod et Ricard. La performance en Espagne a été particulièrement impressionnante l'année passée. Les ventes y ont progressé de 8% après +2% en 2014/15. L'intelligence de la stratégie du groupe pendant la crise, avec notamment le maintien des dépenses de publicité, lui a permis d'acquiescer le leadership sur ce marché, sa part de marché atteignant 24%. Nous anticipons une amélioration de la performance en Europe de l'Ouest en 2016/17 grâce à l'absence d'effet technique négatif en France.

4. Estimations

Nous attendons une croissance organique des ventes de 2,7% en 2016/17, soit une accélération par rapport à 2015/16 (+1,8%). Nos estimations prennent en compte 1/ des signaux positifs en Chine qui compensent un ralentissement en Inde et en Afrique/Moyen-Orient, 2/ la poursuite d'un bon dynamisme aux Etats-Unis et 3/ une amélioration dans la zone Europe.

Fig. 12: Ventés

EURm	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
GROUP				
Sales	8 682	8 899	9 253	9 673
Reported variation	1.4%	2.5%	4.0%	4.5%
Organic variation	1.8%	2.7%	3.4%	4.5%
External variation	-0.6%	0.0%	0.1%	0.0%
FX variation	0.3%	-0.2%	0.5%	0.0%
Asia-ROW				
Sales	3 496	3 579	3 711	3 896
Reported variation	1.5%	2.4%	3.7%	5.0%
Organic variation	0.8%	2.0%	3.0%	5.0%
Americas				
Sales	2 475	2 561	2 710	2 859
Reported variation	3.9%	3.5%	5.8%	5.5%
Organic variation	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%
Europe				
Sales	2 710	2 758	2 832	2 917
Reported variation	-0.8%	1.8%	2.7%	3.0%
Organic variation	1.1%	2.0%	2.5%	3.0%

Source: Pernod Ricard, Bryan, Garnier & Co

Nous anticipons une croissance organique du résultat opérationnel courant de 3,3% cette année. C'est dans le milieu de fourchette de la guidance fournie par le groupe (2-4%). Les premiers effets du programme de réduction de coûts (200MEUR dont la moitié doit être réinvestie) devraient compenser le mix négatif qui provient de la plus forte croissance de l'Inde par rapport à la Chine.

Fig. 13: Résultat opérationnel courant

EURm	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
GROUP				
EBIT	2277	2390	2517	2655
Reported variation	1.7%	5.0%	5.3%	5.5%
Organic variation	2.1%	3.3%	4.5%	5.5%
External variation	-0.6%	0.0%	0.1%	0.0%
FX variation	0.3%	1.6%	0.8%	0.0%
Margin	26.2%	26.9%	27.2%	27.4%
Variation in bp	7	63	34	25
Asia-ROW				
EBIT	983	1023	1074	1138
Reported variation	-1.6%	4.1%	5.0%	6.0%
Organic variation	-2.4%	1.9%	4.0%	6.0%
Margin	28.1%	28.6%	28.9%	29.2%
Variation in bp	-87	47	35	28
Americas				
EBIT	706	756	807	855
Reported variation	11.7%	7.1%	6.7%	6.0%
Organic variation	4.4%	5.2%	5.5%	6.0%
Margin	28.5%	29.5%	29.8%	29.9%
Variation in bp	198	99	25	14
Europe				
EBIT	588	611	636	662
Reported variation	-3.1%	3.9%	4.2%	4.0%
Organic variation	6.9%	3.4%	4.0%	4.0%
Margin	21.7%	22.1%	22.5%	22.7%
Variation in bp	-53	45	32	22

Source: Pernod Ricard, Bryan, Garnier & Co

5. Valorisation

Fig. 14: DCF (1/2)

EURm	2016/17e	2017/18e	2018/19e	2019/20e	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Sales	8 899	9 253	9 673	10 140	10 661	11 142	11 576	11 955	12 272	12 522
% reported	2.5%	4.0%	4.5%	4.8%	5.1%	4.5%	3.9%	3.3%	2.7%	2.0%
EBIT	2 390	2 517	2 655	2 804	2 948	3 081	3 201	3 305	3 393	3 462
EBIT margin	26.9%	27.2%	27.4%	27.6%	27.6%	27.6%	27.6%	27.6%	27.6%	27.6%
-Income taxes	-457	-498	-536	-608	-640	-668	-695	-717	-736	-751
+Depreciation	222	231	242	261	281	302	322	341	358	374
+Change in WC	-128	-164	-225	-236	-248	-259	-269	-278	-286	-291
as % of sales	-1.4%	-1.8%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%
Operating cash flows	2 027	2 086	2 135	2 220	2 341	2 455	2 558	2 651	2 729	2 794
-Capex	-311	-278	-290	-304	-320	-334	-347	-359	-368	-376
as % of sales	-3.5%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
Free cash flows	1 716	1 808	1 845	1 916	2 021	2 120	2 211	2 292	2 361	2 418
Discount coefficient	0.94	0.87	0.82	0.77	0.72	0.67	0.63	0.59	0.55	0.51
Discounted FCF	1 605	1 582	1 510	1 466	1 447	1 420	1 385	1 342	1 293	1 239

Fig. 15: DCF (2/2)

Sum of discounted cash flows	14 289
+Terminal Value	25 187
+Financial assets	721
-Net debt	-8 716
-Provisions	-589
-Minorities	-169
Equity Value	30 723
Number of shares (m)	266
Fair Value	115

Source of all tabs: Pernod Ricard, Bryan, Garnier & Co

INDEPENDENT RESEARCH

23 novembre 2016

Agro-Alimentaire & Boissons

Bloomberg	MBWS FP
Reuters	MBWS.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	20,3 / 14,9
Capitalisation Boursière (MEUR)	444
Valeur d'Entreprise	-23 372
Volume moyen 6 mois (000 actions)	56,10
Flottant	100%
TMVA BPA (3 ans)	94,3%
Gearing (12/15)	-35%
Rendement (12/16e)	NM

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MEUR)	451 050	441 262	458 404	479 628
EBIT (MEUR)	5 093	11 649	27 229	51 512
BPA Publié (EUR)	0,22	-0,19	0,65	1,52
BPA dilué (EUR)	0,21	-0,19	0,65	1,52
EV/CA	NS	NS	NS	NS
EV/EBITDA	NS	NS	NS	NS
EV/EBIT	NS	NS	NS	NS
P/E	75,8x	NS	24,2x	10,3x
ROCE	NS	NS	NS	NS

Cours et données arrêtés au 21 novembre



MBWS

Un changement d'equity story

Fair Value 17.1EUR (cours 15,69EUR)

NEUTRE
Initiation de couverture

La restructuration de MBWS s'est achevée avec la sortie du plan de sauvegarde en juillet 2016. La société entame à présent un nouveau chapitre - celui de la croissance – qui s'annonce plus difficile. Nous initions la couverture avec une recommandation Neutre et une Fair Value de 17,1EUR.

■ **Une restructuration achevée.** L'histoire de MBWS est marquée par des désaccords entre actionnaires, un problème de surendettement notamment liée à l'acquisition de Marie Brizard en 2006 et finalement une procédure de redressement judiciaire en 2012 qui aboutira à la conversion de 532MEUR de dettes en capital. Mais la normalisation est maintenant achevée. Renommée Marie Brizard Wine & Spirits, l'entreprise s'est dotée d'un nouveau comité exécutif et conseil d'administration. Sa structure actionnariale s'est stabilisée et le plan de sauvegarde a pris fin.

■ **Une histoire de croissance moins convaincante.** Notre estimation de chiffre d'affaires en 2018 atteint 480MEUR. C'est en ligne avec la guidance (450-500MEUR) mais seulement grâce à la conservation des activités de grossistes en Pologne qui devaient initialement être cédées. Selon nous, la performance en organique sur 2016-2018 ne permet pas à MBWS d'atteindre ses objectifs. Le groupe a pris du retard en France et ses objectifs aux Etats-Unis, en Espagne et en Pologne sont très ambitieux. Nous anticipons un EBITDA de seulement 58MEUR en 2018 contre une guidance de 67-75MEUR. Nous sommes confiants sur les volets rationalisation et optimisation et sur leur capacité à générer respectivement 3,5MEUR et 25MEUR. Mais la plus faible croissance qu'attendue devrait représenter un manque à gagner sur l'EBITDA de 9MEUR.

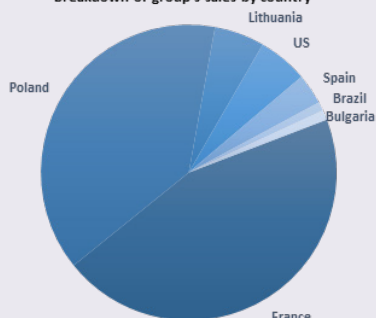
■ **Un upside limité.** Après un re-rating en 2014 et 2015, le titre a baissé de 22% en absolu depuis le début de l'année du fait de l'OPE sur les bons de souscription d'actions et d'incertitudes sur les perspectives de croissance. Notre valorisation par DCF aboutit à une Fair Value de 17,1EUR qui laisse apparaître un potentiel d'appréciation du titre de 9%. Nous initions la couverture avec une recommandation Neutre.



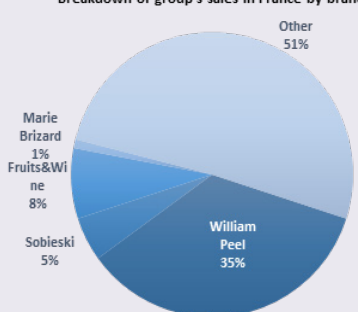
Analyst:
Virginie Roumage
33(0) 1.56.68.75.22
vroumage@bryangarnier.com

Sector Analyst Team:
Nikolaas Faes
Loïc Morvan
Antoine Parison
Cédric Rossi

Breakdown of group's sales by country



Breakdown of group's sales in France by brand



Activités

MBWS est un groupe français de vins et de spiritueux principalement exposé à la France (45% du CA) et à la Pologne (39% du CA). Son portefeuille est composé d'une trentaine de marques appartenant à des catégories diverses mais quatre d'entre elles génèrent 46% du CA (Marie, Brizard, Sobieski, William Peel and Fruits & Wines)

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	539 566	466 678	451 050	441 262	458 404	479 628
Change (%)	-2,1%	-13,5%	-3,3%	-2,2%	3,9%	4,6%
Adjusted EBITDA	0,0	5 146	11 219	18 224	33 555	58 179
Recurring EBIT	279	997	5 093	11 649	27 229	51 512
Change (%)	-%	257%	411%	129%	134%	89,2%
Financial results	226 170	-4 224	-6 416	-17 130	-561	-17 691
Pre-Tax profits	190 432	-18 183	-960	-6 042	19 539	44 127
Exceptionals	-36 017	-14 956	365	0,0	0,0	0,0
Tax	-272	-44,0	7 891	2 000	0,0	0,0
Minority interests	207	897	1 084	1 171	1 264	1 366
Net profit	190 467	-18 228	6 931	-4 042	19 539	44 127
Restated group net profit	226 277	-4 168	5 484	-5 212	18 274	42 761
Change (%)						134%

Cash Flow Statement (EURm)

NOPAT	279	999	-36 770	7 793	27 229	51 512
Depreciation	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Change in working capital	27 091	21 149	1 118	2 164	5 568	6 075
Capex, net	16 645	-4 370	-9 017	-8 825	-9 168	-9 593
Dividends	106	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other	-57 148	10 797	56 900	62 800	-6 000	-22 000
Net debt	-22 400	-41 549	-70 960	-23 817	-50 614	-86 200
Free Cash flow	64 032	30 153	-44 974	9 957	32 797	57 587

Balance Sheet (EURm)

Tangible fixed assets	51 653	42 922	51 929	56 137	55 333	54 152
Intangibles assets	141 886	140 832	135 198	137 902	138 513	139 136
Cash & equivalents	36 470	77 184	89 112	83 469	110 266	145 853
current assets	291 697	223 613	188 319	185 304	182 663	180 096
Other assets	11 353	4 844	2 410	5 770	5 885	6 003
Total assets	533 059	489 395	466 968	468 582	492 660	525 239
L & ST Debt	0,0	148 454	125 416	202 773	229 571	265 158
Others liabilities	311 674	142 544	146 551	34 505	11 958	-19 302
Shareholders' funds	221 385	199 514	204 334	231 304	251 132	279 384
Total Liabilities	533 059	490 512	476 301	468 582	492 660	525 239
Capital employed	363 780	295 846	286 335	291 084	285 322	278 689

Ratios

EBITDA margin	0,0	1,10	2,49	4,13	7,32	12,13
Recurring EBIT margin	0,17	0,68	3,20	2,64	5,94	10,74
Tax rate	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Restated group net profit margin	41,94	-0,89	1,22	-1,18	3,99	8,92
ROE (after tax)	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Net debt / EBITDA	NM	17,60	6,89	-1,31	-1,51	-1,48
Gearing	-10,12	-20,83	-34,73	-10,30	-20,15	-30,85
Pay out ratio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Number of shares, diluted	25 027	32 429	26 506	27 739	28 187	28 187

Data per Share (EUR)

Diluted EPS	7,60	-0,59	0,22	-0,19	0,65	1,52
Restated diluted EPS	9,04	-0,13	0,21	-0,19	0,65	1,52
% change	-%	-101%	-%	-191%	-%	134%
BVPS	8,45	5,82	7,26	7,98	8,55	9,56
FCF	2,56	0,93	-1,70	0,36	1,16	2,04
Net dividend	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Sommaire

1. Investment Case.....	84
2. Un positionnement à part	85
2.1. Un acteur local.....	85
2.2. Un portefeuille très diversifié.....	85
2.3. Un positionnement <i>standard</i>	88
3. Une société normalisée.....	90
3.1. Les turbulences de l'histoire	90
3.2. Des avancées significatives	91
3.2.1. Un nouveau comité exécutif et conseil d'administration	91
3.2.2. Un actionnariat stabilisé	91
3.2.3. La sortie du plan de sauvegarde.....	92
3.2.4. D'autres aspects de la normalisation.....	94
4. Une croissance poussive.....	95
4.1. Un CA de 480MEUR en 2018	95
4.1.1. Une performance décevante en France.....	96
4.1.2. Des guidances très ambitieuses en Pologne, en Espagne et aux Etats-Unis	98
4.1.3. Prévisions de CA	102
4.2. Un EBITDA de 58MEUR en 2018	104
5. Performance boursière et valorisation	107
5.1. Parcours boursier.....	107
5.2. Neutre, Fair Value: 17,1EUR.....	108
Bryan Garnier stock rating system.....	111

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant:

La restructuration de MBWS s'est achevée avec la sortie du plan de sauvegarde en juillet 2016. La société entame à présent un nouveau chapitre - celui de la croissance – qui s'annonce plus difficile. Du retard a été pris en France et nos estimations de chiffre d'affaires 2018 pour les Etats-Unis, l'Espagne et la Pologne se situent en-deçà des guidances fournies pour ces trois pays. Seule la non-cession des activités de grossistes polonais devrait permettre à MBWS d'atteindre son objectif d'un CA groupe compris entre 450 et 500MEUR.

Attractif ou non?



Valorisation:

Après un re-rating en 2014 et 2015, le titre a baissé de 22% en absolu depuis le début de l'année du fait de l'POPE sur les bons de souscription d'actions et d'incertitudes sur les perspectives de croissance. Malgré cela, notre Fair Value de 17,1EUR dérivée d'un DCF laisse apparaître un potentiel d'appréciation du titre de 9%.

Horizon d'investissement?



Catalyseurs:

La mise à jour du plan stratégique le 12 décembre devrait être l'occasion de fournir des détails sur le volet croissance du plan BIG 2.0 et d'annoncer la non-cession des activités de grossistes polonais.

Valeur ajoutée?



Différentiation face au consensus:

A horizon 2018, nous estimons un CA de 480MEUR, 14% au-dessus des attentes du marché et en ligne avec la guidance (450-500MEUR). Notre scénario central est que le groupe ne cédera pas ses activités de grossistes polonais, ce qui explique cette différence avec le consensus. Cependant, notre estimation d'EBITDA ressort à 58MEUR, soit 10% en-dessous du consensus. Nous sommes confiants sur les volets rationalisation et optimisation et sur leur capacité à générer respectivement 3,5MEUR et 25MEUR mais la plus faible croissance qu'attendue devrait représenter un manque à gagner sur l'EBITDA de 9MEUR.

Quels risques?



Risques:

Des problèmes de gouvernance sont susceptibles d'émerger du fait de la présence au capital de plusieurs industriels (Diana Holding, Castel et La Martiniquaise) aux intérêts potentiellement divergents. A l'inverse, nos estimations pourraient s'avérer trop prudentes si les conditions de marché, notamment en France et en Pologne, montraient une amélioration substantielle.

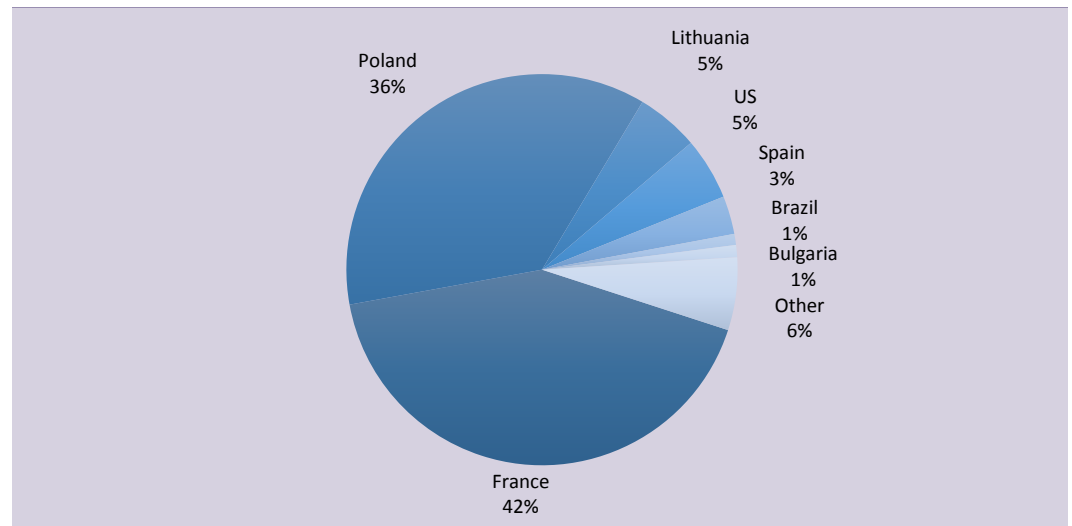
2. Un positionnement à part

Le groupe est un acteur local principalement exposé à la France et à la Pologne (2.1). Très diversifié en termes de catégories, son portefeuille est composé d'une trentaine de marques mais, selon nos estimations, quatre d'entre elles génèrent 46% des ventes (2.2). Son positionnement prix « standard » n'est pas commun au sein des sociétés cotées (2.3).

2.1. Un acteur local

Le groupe est principalement présent en France (42% du chiffre d'affaires) et en Pologne (36% du CA). Les autres expositions du groupe sont la Lituanie (6%), les Etats-Unis (5%), l'Espagne (3%), le Brésil (1%) et la Bulgarie (1%).

Fig. 1: Répartition des ventes du groupe par pays



La France et la Pologne combinées représentent 78% du CA du groupe

Source: Marie Brizard Wine & Spirits

2.2. Un portefeuille très diversifié

Le portefeuille de Marie Brizard est composé d'une trentaine de marques appartenant à des catégories diverses: vodka, whiskey, porto, pastis, gin, tequila, vins, liqueurs, absinthe, cachaça... La société distingue quatre marques piliers qui représentent 46% des ventes selon nos estimations.

Les 4 marques piliers: 46% du CA selon nos estimations

Fig. 2: Les quatre marques piliers

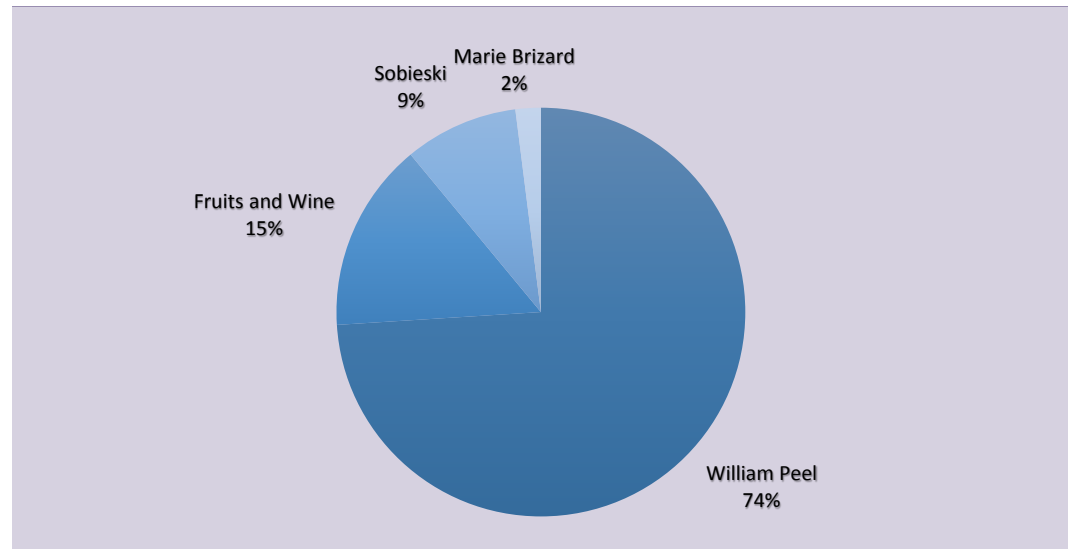


Source: Marie Brizard Wine & Spirits

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

La marque de scotch blended William Peel est la plus importante en termes de poids, représentant 74% du CA des marques piliers. Viennent ensuite les vins aromatisés Fruits and Wine (15%), la vodka Sobieski (9%) et les liqueurs Marie Brizard (2%).

Fig. 3: Répartition du CA des marques piliers, 2015



William Peel : 74% du CA des marques piliers

Source: Marie Brizard Wine & Spirits

La diversification géographique du CA des marques piliers est faible

Les marques piliers ne sont pas présentes sur tous les marchés clés du groupe. William Peel et Fruits & Wines sont principalement vendus en France. Ce pays représente respectivement 95% et 98% de leur CA. Sobieski est principalement exposé aux Etats-Unis (45% de son CA) et Marie Brizard à l'Espagne (50% de son CA).

Fig. 4: Répartition du CA de William Peel, 2015

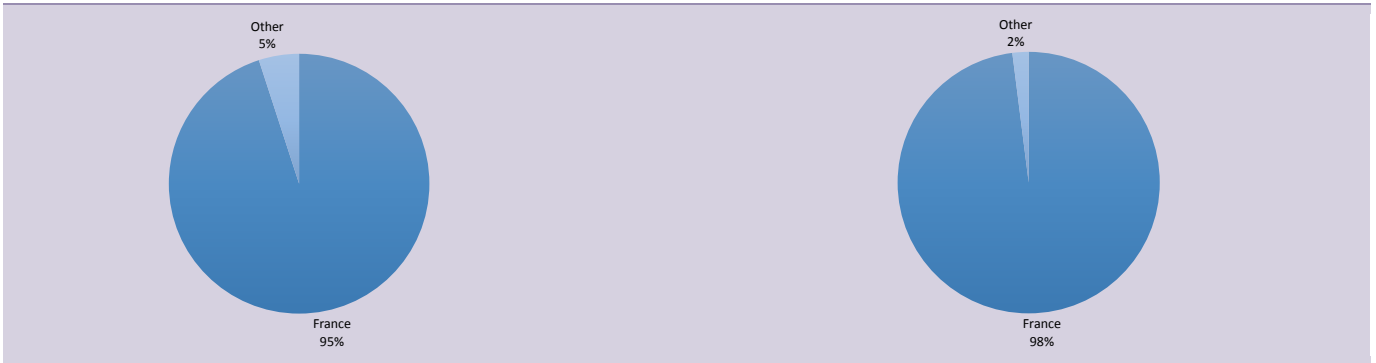


Fig. 5: Répartition du CA de Fruits and Wines, 2015

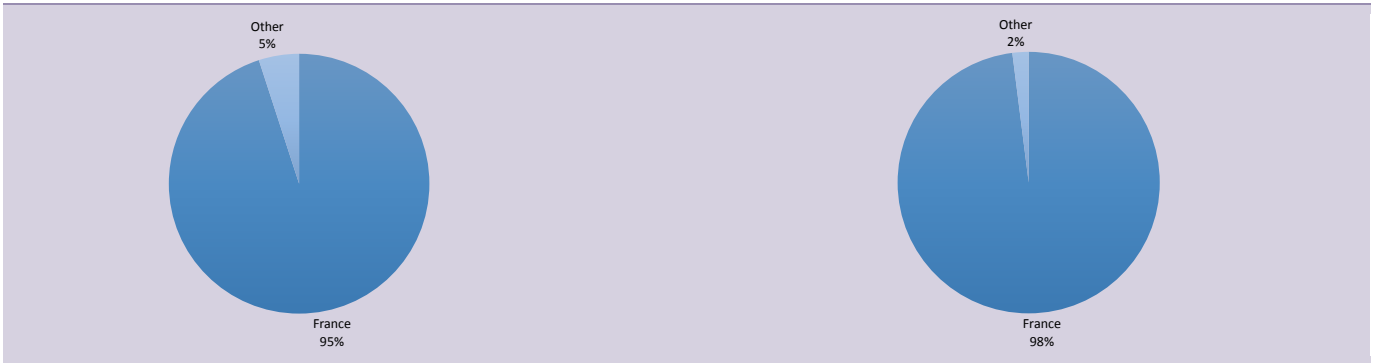


Fig. 6: Répartition du CA de Sobieski, 2015

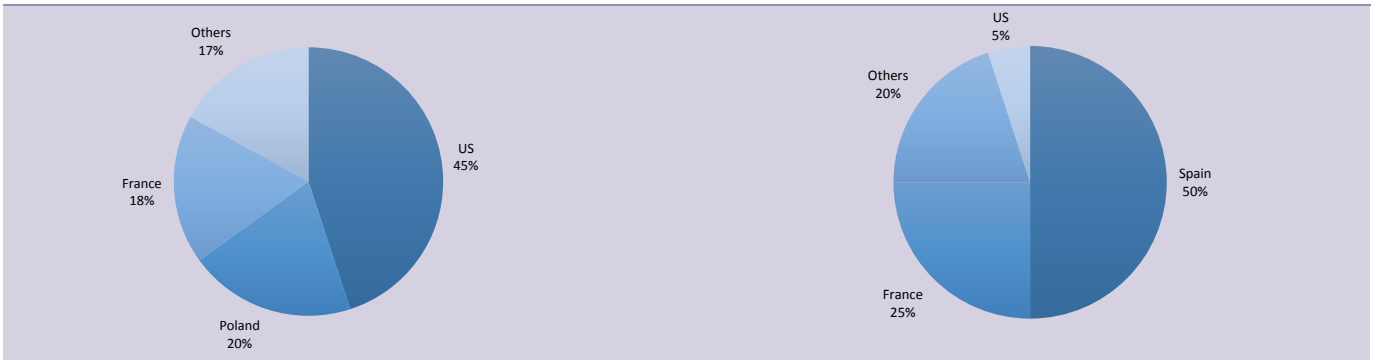
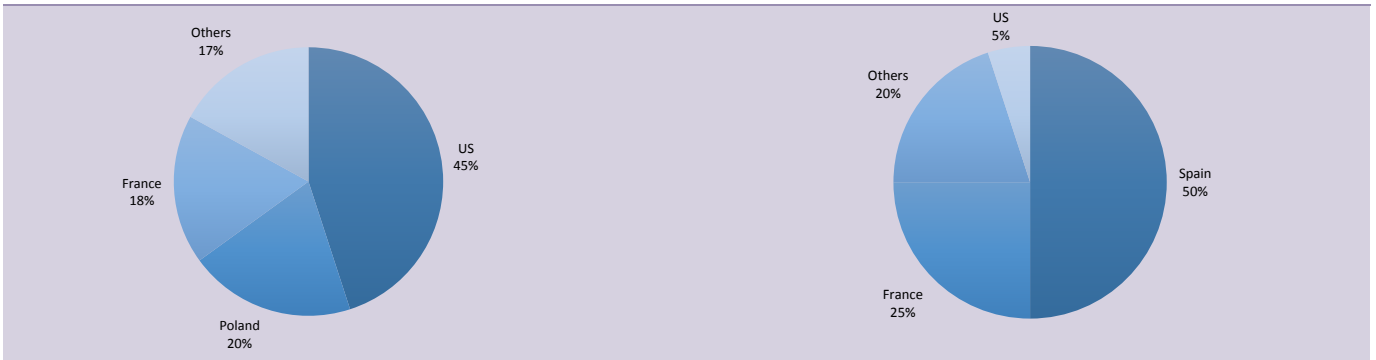


Fig. 7: Répartition du CA de Marie Brizard, 2015



Source: Marie Brizard Wine & Spirits, Bryan, Garnier & Co

Le cognac Gautier



Source: Marie Brizard Wine & Spirits

L'expansion des marques piliers vers de nouveaux territoires est un objectif clef du plan stratégique. **William Peel** a ainsi été lancé en Lituanie, Bulgarie, Espagne, Brésil et Pologne. **Fruits and Wines** a fait l'objet d'un lancement réussi au Canada, en Pologne, et en Espagne et doit être déployé aux Etats-Unis, au Japon et au Royaume-Uni. La priorité pour **Marie Brizard** est l'expansion hors d'Espagne. Le groupe devrait ainsi se focaliser sur les Etats-Unis, l'Asie Pacifique et le Duty Free. L'internationalisation de la marque devrait être facilitée par le regroupement des marques de liqueurs sous son ombrelle (exemple: Dubar by Marie Brizard ou Marie Brizard by Dubar). L'objectif pour **Sobieski** est l'augmentation de son poids aux Etats-Unis, notamment via une concentration des dépenses de publicité sur neuf Etats clefs. Le groupe veut atteindre une part de marché de 10% sur le segment des vodkas importées (soit sa PDM actuelle dans le Michigan). Destinée à devenir la 5^{ème} marque pilier, le cognac **Gautier** a fait l'objet d'un relancement mondial en 2016 et devrait à présent être déployé en France, au Royaume-Uni, au Canada, aux Etats-Unis et dans le Duty Free. La marque doublerait ainsi ses volumes et atteindrait le million de bouteilles. Il deviendrait le 10^{ème} cognac le plus vendu au monde. A l'heure actuelle, il n'occupe que la 20^{ème} place. Nous pensons que la vente en juillet 2015 par Suntory du cognac Royer pour un prix avoisinant les 100MEUR a incité MBWS à développer Gautier qui, s'il a souffert d'un déficit d'investissements dans le passé, a malgré tout été élu deux fois « meilleur cognac du monde ».

Fig. 8: Objectifs du plan stratégique pour les marques piliers

William Peel	Launch in Lithuania, Bulgaria, Spain, Brazil, Poland
Fruits and Wines	Launch in Canada, Poland, Spain, United States, Japan and the UK
Marie Brizard	Focus on the US, Asia Pacific and Duty Free
Sobieski	Increase the weight of the US as % of the brand 's sales
Gautier	Launch in France, the UK, Canada, the US and the Duty Free

Source: Marie Brizard Wine & Spirits

Le reste du portefeuille se décompose entre les vins de marque (MonCigale, Eclat du Rhône, Domaine Menada, Tcherga, Bodega Marques del Puerto...), les MDD (vodka, vins) et les spiritueux secondaires (le gin Old Lady's, Porto Pitters, le pastis Berger, le cognac Gautier, la tequila San José...).

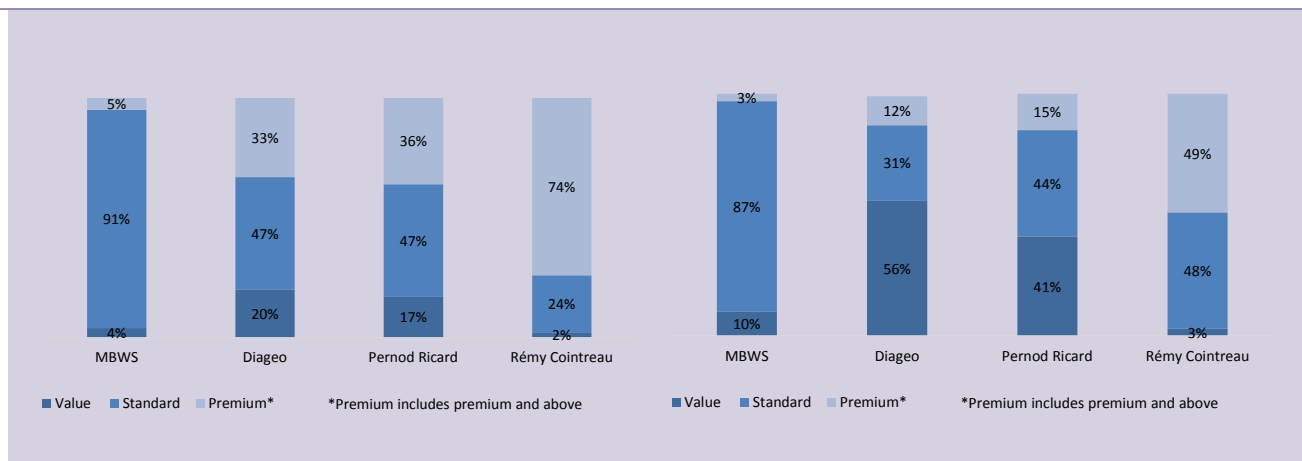
2.3. Un positionnement *standard*

La faiblesse des marges dans le *standard* décourage les leaders mondiaux de se positionner sur ce segment

Marie Brizard est principalement positionné sur le *standard* (91% de ses ventes et 87% de ses volumes), ce qui n'est pas commun au sein des sociétés cotées. Ce segment ne représente que 47% des ventes de Diageo et Pernod Ricard et 24% de celles de Rémy Cointreau. Ces acteurs mondiaux sont peu susceptibles d'accroître leur exposition au *standard* compte tenue de sa faible rentabilité. Sa marge d'EBITDA est d'environ 15% contre 26% pour le premium.

Fig. 9: Répartition des ventes (en valeur) des groupes par segment de prix

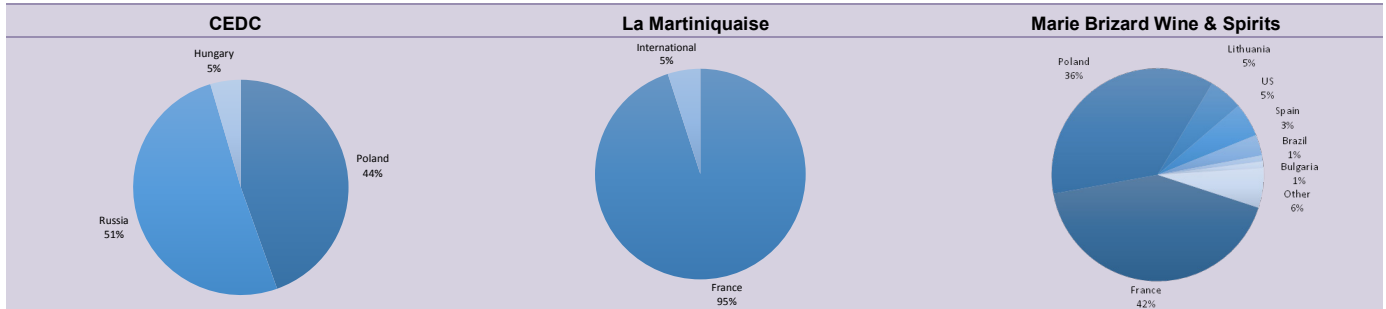
Fig. 10: Répartition des ventes (en volume) des groupes par segment de prix



Source: IWSR

La diversification géographique des autres acteurs du *standard* est plus faible que celle de MBWS. CEDC n'opère qu'en Russie (51% de son CA), en Pologne (44%) et en Hongrie (5%). Selon nos estimations, la Martiniquaise ne doit pas générer plus de 5% de son CA hors de l'Hexagone.

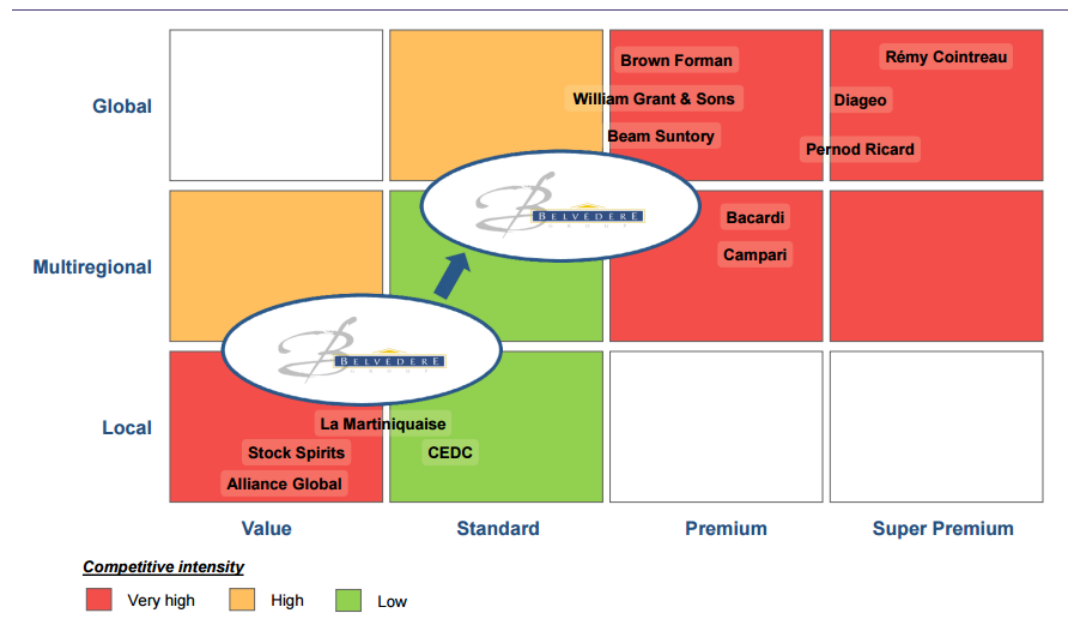
Fig. 11: Répartition géographique du CA des groupes exposés au standard



Source: Companies, Bryan, Garnier & Co

MBWS n'a pas pour objectif de devenir un acteur du « premium », ce segment étant considéré comme trop concurrentiel et trop coûteux. **Mais une certaine forme de montée en gamme est malgré tout à l'œuvre** via 1/ le lancement de variantes premium de marques existantes (notamment Sobieski et William Peel), 2/ l'augmentation de l'exposition au circuit plus rentable du CHR et 3/ l'accélération de la croissance des marques piliers à plus forte marge.

Fig. 12: Positionnement de Marie Brizard (ex-Belvédère)



Source: Marie Brizard Wine & Spirits

3. Une société normalisée

L'histoire de la société est mouvementée (3.1). Elle est marquée par des désaccords entre actionnaires, un problème de surendettement notamment liée à l'acquisition de Marie Brizard en 2006 et finalement une procédure de redressement judiciaire en 2012 qui aboutira à la conversion de 532MEUR de dettes en capital. Mais la normalisation est maintenant achevée (3.2). Renommée Marie Brizard Wine & Spirits, l'entreprise s'est dotée d'un nouveau comité exécutif et conseil d'administration. Sa structure actionnariale s'est stabilisée et le plan de sauvegarde a pris fin.

3.1. Les turbulences de l'histoire

En 1991 à Beaune, Mr Jacques Rouvroy et Krzysztof Trylinski fondent Euro Agro, une société spécialisée dans la conception et la fabrication de bouteilles haut de gamme pour vodka. Rebaptisée Belvédère, elle est introduite en bourse en 1997. **A partir des années 2000, les deux fondateurs modifient la stratégie et décident d'intégrer la production d'alcool afin de sécuriser l'ensemble de la chaîne de valeur. Ils mènent plusieurs acquisitions (vins et spiritueux) en Pologne, Bulgarie et Lituanie.** La vodka Belvédère est cédée à LVMH en 2001.

La société Belvédère est alors à la recherche d'un partenaire susceptible de la soutenir dans sa politique de croissance externe. **C'est ainsi qu'en 2003, un conglomérat basé à Trinidad & Togabo, CL Finance, fait irruption dans le capital de Belvédère** en acquérant 21% du capital et poursuit sa montée au capital dans les années qui suivent. En 2005, CL Finance annonce sa volonté de lancer une OPA sur Belvédère mais se ravise quand **Mr Jacques Rouvroy et Krzysztof Trylinski décident d'acquérir Marie Brizard.** Leur objectif est de diversifier les catégories présentes dans leur portefeuille (marques: Marie Brizard, whiskey William Peel, cognac Gautier et vins Moncigale), de s'étendre vers l'Europe de l'Ouest et de distribuer les produits de Marie Brizard en Europe de l'Est.

Après le rachat de Marie Brizard, le ratio de dette nette/EBITDA atteint 11x. CL Finance soutient l'opération mais lance finalement son OPA au terme de laquelle le groupe possède 68% du capital de Belvédère. La rupture est consommée entre le conglomérat et les actionnaires historiques, Mr Jacques Rouvroy et Krzysztof Trylinski. Ces derniers mettent fin au pacte d'actionnaires qui les lie début 2007.

En juin 2007, CL Finance accepte de céder sa participation moyennant la somme de 345MEUR. 4,8% du capital est reclassé auprès d'Orangina (acquéreur des marques Pulco et Sirop Sport) qui accepte de faire du portage d'actions pendant trois mois. Au terme de cette période, n'ayant pas trouvé d'autre investisseur, Belvédère se voit contraint de racheter ces titres. Le groupe doit par ailleurs se porter acquéreur de ceux détenus par V&S depuis le rachat de Florida Distillers Company.

Il détient alors plus de 10% de son capital, enfreignant une des clauses auxquelles il s'était engagé auprès des porteurs d'OBSAR et de dette FRN, sollicités en 2006 à l'occasion du rachat de Marie Brizard. Ces derniers exigent alors le remboursement de 473MEUR, somme dont Belvédère ne peut s'acquitter. En 2008, les dirigeants engagent une procédure de sauvegarde qui prévoit le remboursement des dettes sur une période de dix ans mais Belvédère interrompt ses paiements à ses créanciers. **En 2013, un accord est trouvé: 532MEUR de dettes sont converties en capital.**

Le rachat de Marie Brizard en 2006 porte le ratio de dette nette/EBITDA de Belvédère à 11x

En 2012 est engagée une procédure de redressement judiciaire qui aboutit à la conversion de 532MEUR de dettes en capital

Un conseil d'administration présidé par un indépendant

Jean-Noël Reynaud : un directeur général réputé pour ses compétences en matière de restructuration

Un actionnariat composé de trois groupes de l'industrie des vins et spiritueux

3.2. Des avancées significatives

Renommée Marie Brizard Wine & Spirits, l'entreprise s'est dotée d'un nouveau comité exécutif et conseil d'administration. La structure actionnariale est stabilisée et le plan de sauvegarde a pris fin.

3.2.1. Un nouveau comité exécutif et conseil d'administration

Cinq des 11 membres du conseil d'administration sont indépendants : Mr Herault, Mme Benqué, Mme Mondollot, Mr Ghiot, Mr de Belair. **Le conseil d'administration s'est engagé à ce que la présidence demeure assurée par un administrateur indépendant. Ce poste est occupé par Mr Benoit Hérault depuis 2014.** Il a contribué à la nomination de **Mr Jean-Noël Reynaud** en avril 2014.

Ce dernier occupait précédemment les fonctions de directeur général adjoint de Lactalis Europe. Il dispose d'une expérience en Europe de l'Est (Coca-Cola beverages Ukraine, Lorenz Bahlsen Snack world) et dans l'univers des spiritueux (14 ans passés chez Rémy Cointreau). **Il a acquis une solide réputation en matière de restructuration, s'occupant notamment des activités de Rémy Cointreau en Amérique latine et en Europe Centrale et de Bahlsen en Europe Centrale.** En 2014, Mr Reynaud s'est notamment consacré à constituer une nouvelle équipe de direction composée de professionnels reconnus du secteur ou de la fonction. Le contrôle financier et la gestion des ressources humaines ont été complètement remaniés.

La rémunération des dirigeants dépend en grande partie de la réussite du plan stratégique. 480 000 *stock options* ont été distribués à 26 dirigeants, dont 110 000 pour Mr Reynaud. Chaque stock option donne le droit d'acheter un titre à un prix de 10,64EUR. La majeure partie ne peut être exercée avant 2018 et certains critères de performance doivent être satisfaits.

Les fondateurs n'occupent plus aucune fonction au sein de la société, Mr Trylinksi ayant démissionné de son poste de président du conseil d'administration en septembre 2014.

3.2.2. Un actionnariat stabilisé

En septembre 2014, Diana Holding a acquis 5,8% du capital de MBWS. Au Maroc, la société est le 1^{er} groupe viticole et le 7^{ème} groupe industriel. Elle réalise un CA de 3Mds de dirhams (280MEUR) et est dirigée depuis avril 2014 par Mme Rita Maria Zniber, épouse du fondateur Brahim Zniber.

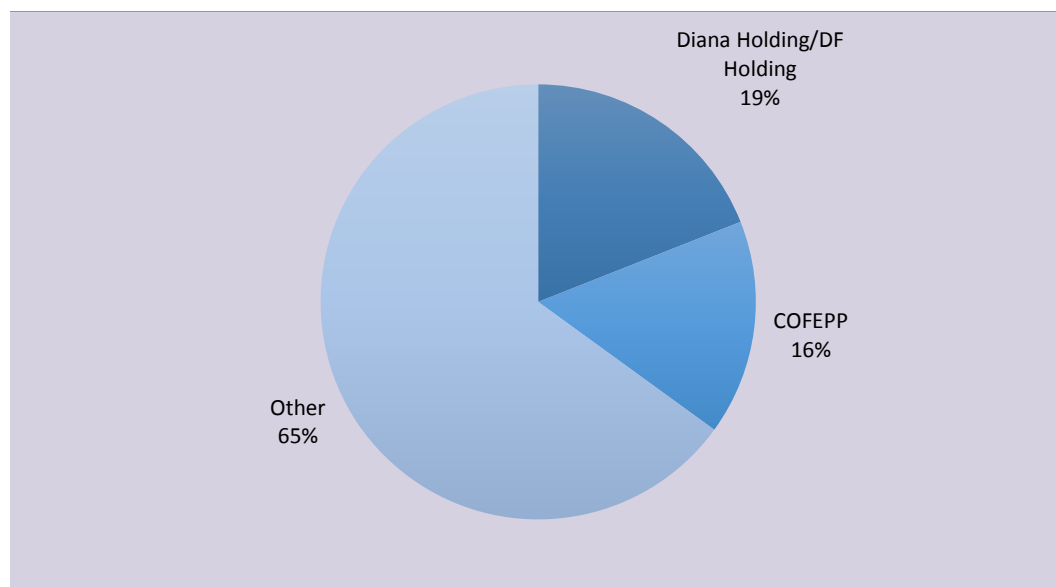
En mai 2015, la société DF Holding contrôlée par la famille Castel a pris une participation de 5,7% au capital de Marie Brizard avant de déclarer agir de concert avec Diana Holding. Nous pensons que l'irruption de DF Holding dans le capital de MBWS a été principalement motivée par une volonté d'aider Diana Holding. Les familles Castel et Zniber entretiennent en effet des liens étroits.

En juin 2015, les deux actionnaires ont appelé à la démission de quatre administrateurs indépendants, proposition qui a été rejetée par les actionnaires lors de l'assemblée générale. Elle s'est tenue après **l'acquisition de 5,1% du capital de MBWS par la société COFEPP, contrôlée par la famille Cayard. Cette dernière est à la tête de La Martiniquaise, le second acteur des spiritueux en France dont le chiffre d'affaires est estimé à 1MdsEUR.** Ses produits clefs sont le Scotch whiskey

Label 5, concurrent du William Peel en France et dont la part de marché est de 11%, et la vodka Poliakov, n°1 en France avec une part de marché de 37%. Le groupe est également très présent sur le marché du rhum avec ses marques Old Nick et Saint James du fait de son union avec Bardinet en 2009. Mr Jean-Pierre Cayard a indiqué qu'il ne souhaitait aucunement prendre le contrôle de Marie Brizard mais travailler à d'éventuels partenariats en termes d'approvisionnement et de processus industriel.

A l'heure actuelle, Diana Holding et DF Holding possèdent 19% du capital et COFEPP 16%.

Fig. 13: Répartition de l'actionariat



Source: Marie Brizard Wine & Spirits

A long terme, développement en Afrique et dans les réseaux de distribution spécialisés en France (Nicolas, Le Repaire de Bacchus)

Le développement en Afrique de MBWS devrait être facilité par la présence de Diana Holding et Castel dans le capital. En France, le groupe pourrait gagner un accès aux réseaux de distribution spécialisés Nicolas et Le Repaire de Bacchus. Nicolas qui compte à peu près 500 boutiques en France est détenu par le groupe Castel. Il apparaît difficilement envisageable que des marques telles que Sobieski ou William Peel qui se trouvent aisément en supermarchés puissent se vendre dans ce réseau spécialisé et premium. Mais le positionnement de la liqueur Marie Brizard et du cognac Gautier pourrait correspondre. La Martiniquaise possède le réseau La Repaire de Bacchus (environ 30 boutiques en France) où MBWS pourrait proposer ses vins.

3.2.3. La sortie du plan de sauvegarde

La procédure de sauvegarde devait arriver à son terme en 2020 quand MBWS aurait fini de rembourser ses créanciers. Elle n'empêchait pas le développement de la société mais constituait un frein dans la gestion au quotidien puisque de nombreuses décisions devaient être validées par le tribunal de commerce de Dijon. En outre, elle rendait impossible toute distribution de dividende ou opération de croissance externe et nuisait à la réputation de MBWS auprès des institutions bancaires, fournisseurs et autorités locales.

En octobre 2015, un accord a été conclu qui mettait fin au litige entre MBWS et l'administration fiscale concernant la déductibilité de la charge d'intérêt liée à la dette FRN. Au titre de cet accord, le

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

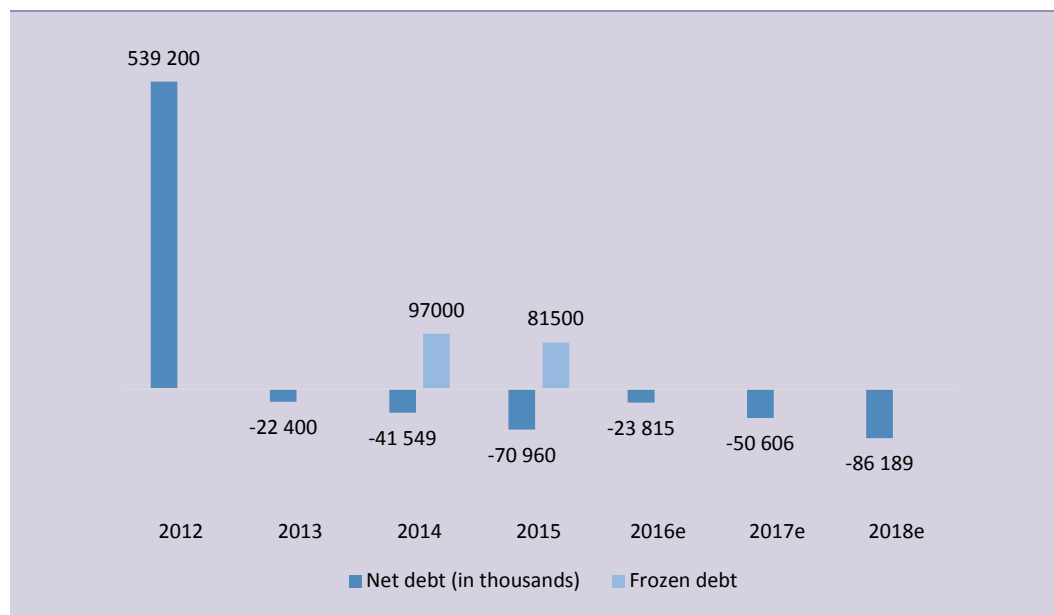
La normalisation du groupe s'est achevée avec la sortie du plan de sauvegarde en juillet 2016

groupe a obtenu le dégrèvement d'une somme de 20,4MEUR et s'est engagé en contrepartie à entamer le processus de sortie anticipée du plan de continuation de sa filiale française Marie Brizard Wine & Spirits France. Cette sortie a été entérinée en mars 2016 et a précédé celle du groupe entier en juillet de la même année qui a été permise par le règlement à l'amiable du dernier contentieux significatif (qui opposait MBWS à la société Chamarré) et le remboursement de la dette gelée, soit 81,5MEUR à la fin 2015. La dernière étape de la normalisation du groupe était achevée.

Pour financer le remboursement de la dette gelée, Marie Brizard a contracté un emprunt bancaire de 62,5MEUR en mai 2015 et a lancé une OPE sur les bons de souscription d'actions. Concrètement, le groupe a émis des BSA 2016 pour remplacer les BSA 2004, BSA 2006, BSA Actionnaires 1, BSA Actionnaires 2 et BSA OS émis précédemment. Les porteurs avaient jusqu'à la fin mars 2016 pour exercer leur BSA 2016 au prix de 20EUR et obtenir en échange une nouvelle action Marie Brizard Wine & Spirits assortie d'un BSAR 2023 dont le prix d'exercice est de 25EUR. Passé le 31 mars 2016, ils conservaient le droit de souscrire à une action Marie Brizard Wine & Spirits au prix de 20EUR d'ici la fin de l'année 2016, mais sans la possibilité d'obtenir un BSA 2023. Cette opération a généré la création de 1,8M d'actions nouvelles (soit une dilution de 6,8% et un taux de succès de 70%) et un encaissement de trésorerie de 36MEUR. 1,6M de BSAR 2023 ont été créés et pourraient engendrer une dilution de 5,8% à terme.

La situation financière du groupe est assainie. A fin 2016, le groupe devrait disposer d'une trésorerie de 24MEUR suite au remboursement de la dette gelée de 81,5MEUR, l'encaissement de 36MEUR liée à l'OPE sur les BSA et les produits de cessions immobilières en Pologne (12MEUR estimé) qui devraient être reçus au S2 2016.

Fig. 14: Evolution de la dette nette



Source: MBWS, Bryan, Garnier & Co

MBWS a donc les moyens financiers de mener des acquisitions. Le groupe les privilégie aux dividendes. Nous comprenons qu'il souhaiterait se porter acquéreur d'un rhum, ce dont il est à l'heure actuelle dépourvu. Le rhum est la troisième catégorie après le whisk(e)y et le pastis sur son premier

marché, la France. L'intérêt serait également d'avoir l'offre la plus complète possible à proposer aux distributeurs au niveau mondial. **Un rhum d'outre-mer serait l'option préférée** tant pour des raisons de goût (les consommateurs français y sont habitués) que d'avantage fiscal. Les rhums d'outre-mer bénéficiant de 50% d'exemptions de droits d'accises, leur prix est très compétitif. Le groupe envisage d'adopter un modèle *asset light* et ne considère donc pas comme une condition préalable aux négociations qu'une distillerie soit rattachée à la marque.

3.2.4. D'autres aspects de la normalisation

- En juillet 2014, Marie Brizard Wine & Spirits est sorti du compartiment spécial d'Euronext Paris et est retourné sur le compartiment B. Le titre a intégré l'indice EnterNext PEA-PME 150.
- Les comptes 2014 du groupe ont été certifiés sans réserve pour la première fois depuis six ans par Mazars et Renart Guion et Associés.
- Le groupe a mis en place un processus de suivi quotidien des ventes, du BFR, des liquidités financières et une revue trimestrielle du budget.
- La politique comptable est devenue conservatrice. Les taxes sont à présent incluses dans les ventes (ce qui correspond aux pratiques du secteur) et ne sont plus fondées sur les volumes produits mais vendus. Les ventes aux Etats-Unis sont nettes des rabais et autres avantages commerciaux.
- En juin 2015, le groupe a changé sa dénomination sociale et est devenu Marie Brizard Wine & Spirits afin de marquer une rupture avec l'histoire mouvementée de Belvédère et éviter toute confusion avec la vodka possédée aujourd'hui par LVMH.
- Les informations financières sont plus étoffées et ont gagné en lisibilité. MBWS fournit désormais le détail de ses croissances organiques par pays.

4. Une croissance poussive

Notre estimation de chiffre d'affaires en 2018 atteint 480MEUR. C'est en ligne avec la guidance (450-500MEUR) mais uniquement grâce à la conservation des activités de grossistes en Pologne. Selon nous, la performance en organique sur 2016-2018 ne permet pas à MBWS d'atteindre ses objectifs. Le groupe a pris du retard en France et ses objectifs aux Etats-Unis, en Espagne et en Pologne sont très ambitieux (4.1). Nous anticipons un EBITDA de seulement 58MEUR en 2018 contre une guidance de 67-75MEUR. Nous sommes confiants sur les volets rationalisation et optimisation et sur leur capacité à générer respectivement 3,5MEUR et 25MEUR. Mais la plus faible croissance qu'attendue devrait représenter une manque à gagner sur l'EBITDA de 9MEUR (4.2).

4.1. Un CA de 480MEUR en 2018

En novembre 2015, Marie Brizard Wine & Spirits a actualisé le plan stratégique pour la période 2015-2018 qu'il avait dévoilé en décembre 2014. L'ensemble des objectifs financiers ont été revus à la hausse. En termes de chiffre d'affaires, le groupe vise à présent entre 450 et 500MEUR, contre 420-460MEUR précédemment. Il a fourni la répartition par pays.

Fig. 15: Guidance 2018 par pays

	Guidance	BG estimate
Group	450-500MEUR	480
France	>200MEUR	196
Poland_core	>100MEUR	84
United States	>50MEUR	30
Lithuania	>25MEUR	24
Spain	>25MEUR	18

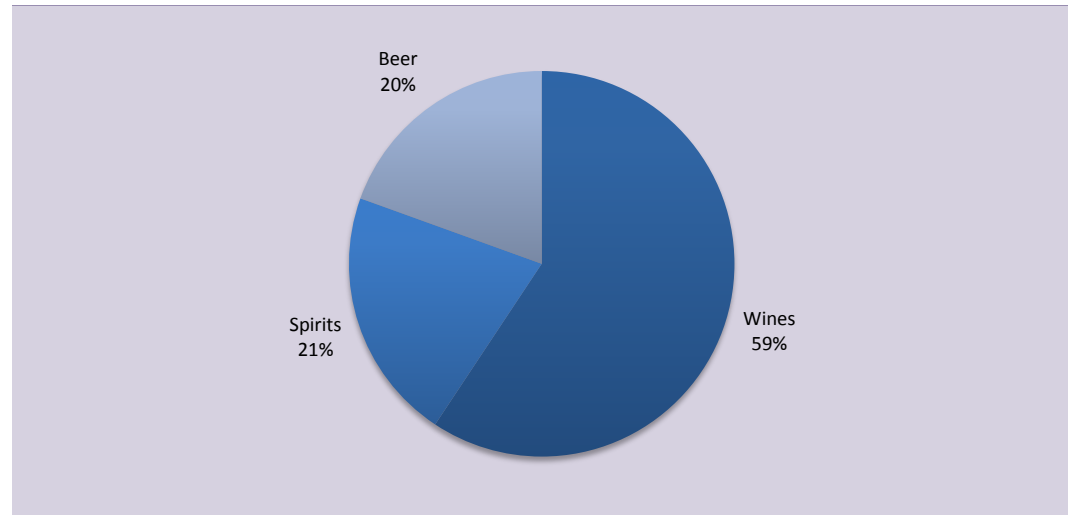
Source: Marie Brizard Wine & Spirits

Notre estimation de chiffre d'affaires en 2018 atteint 480MEUR. C'est en ligne avec la guidance (450-500MEUR) mais uniquement grâce à la conservation des activités de grossistes en Pologne. Selon nous, la performance en organique sur 2015-2018 n'aurait pas pu permettre à MBWS d'atteindre ses objectifs. Le groupe a pris du retard en France et ses objectifs aux Etats-Unis, en Espagne et en Pologne sont très ambitieux.

4.1.1. Une performance décevante en France

Le chiffre d'affaires de MBWS en France se répartit de manière égale entre spiritueux et vins. Ces derniers représentent 59% du marché (en volume) devant les spiritueux (21%) et la bière (20%).

Fig. 16: Répartition de la consommation d'alcool en France en volume, 2015



Source: Fédération Française des Spiritueux

La première marque en France est William Peel (35% du CA)

La France est le premier marché de whisk(e)y au monde. La catégorie représente 39% des volumes d'alcool consommés dans le pays. **35% du CA de MBWS dans l'Hexagone est généré par son whiskey William Peel.** Fruits and Wines et Sobieski représentent respectivement 8% et 5% des ventes françaises.

Fig. 17: Répartition de la consommation de spiritueux en France en volume, 2015

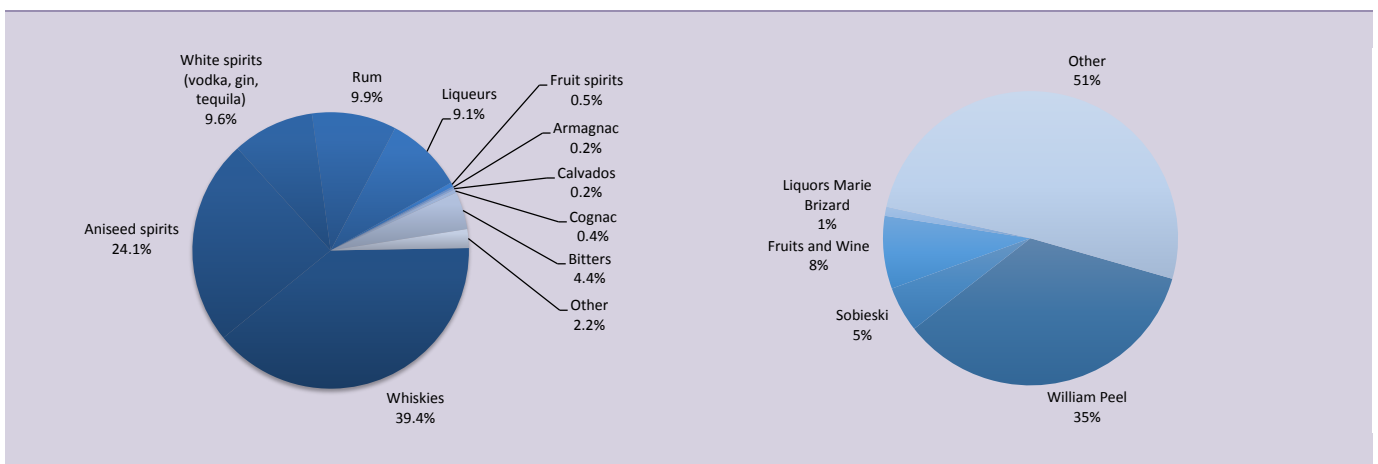
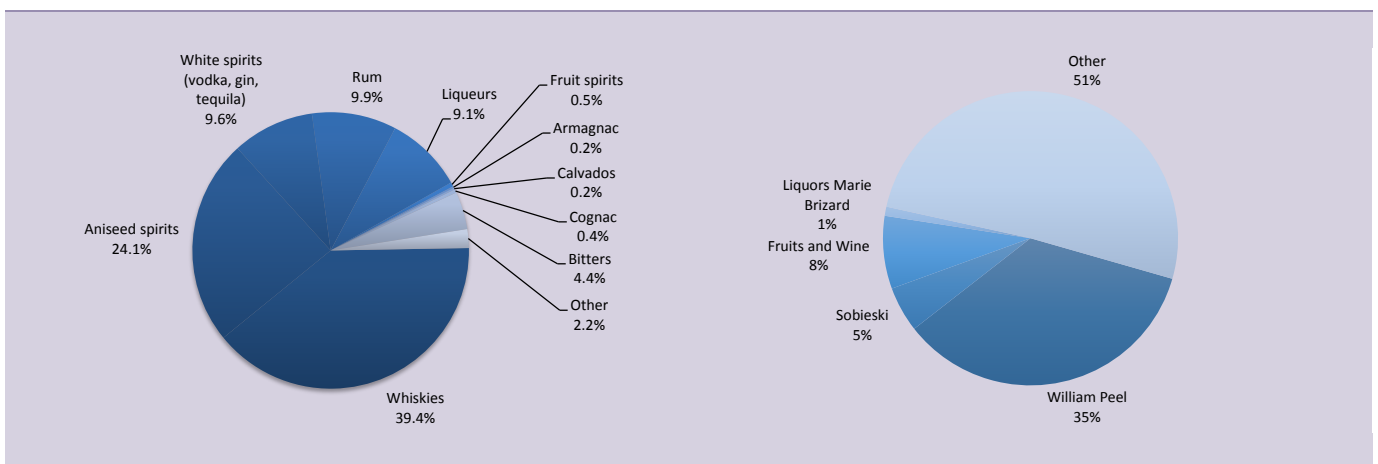


Fig. 18: Répartition du chiffre d'affaires en France de MBWS par marque, 2015



Source: Fédération Française des Spiritueux, Marie Brizard Wine & Spirits

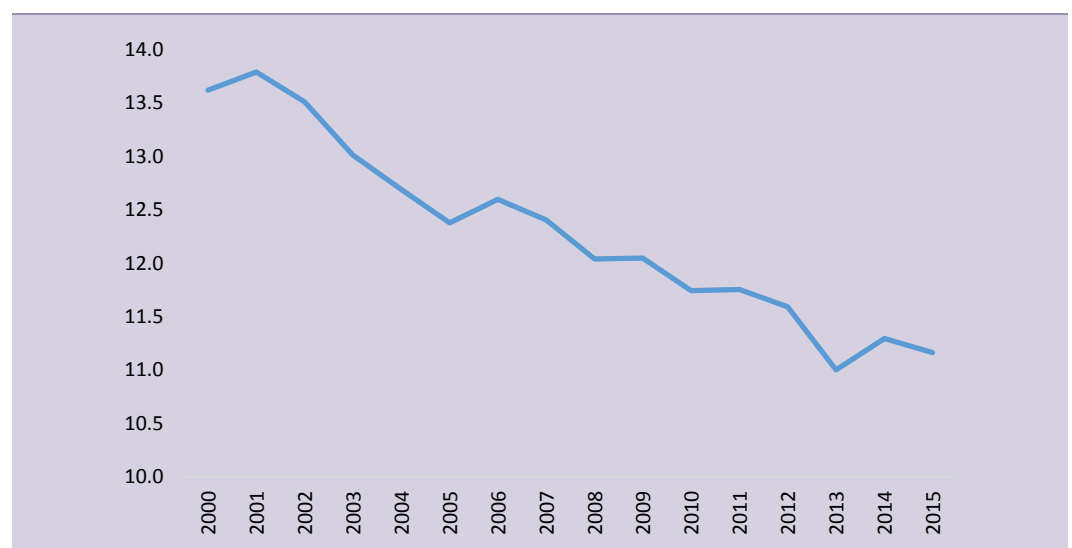
MBWS est n°1 sur le whiskey, les vins aromatisés et la tequila, et n°2 sur la vodka

Le marché français se caractérise par une forte élasticité prix, ce qui explique qu'il est dominé par le segment *standard* (42% du marché). Dans la mise à jour de son plan stratégique en décembre 2015, la société a indiqué que ce dernier devrait réaliser 57% de la croissance du marché (en volume) dans les quatre prochaines années. **Le groupe est donc plutôt bien positionné.** Cela lui a permis d'acquérir une position dominante en dépit de la faiblesse des investissements dans le passé. **Il est le n°3 des vins et des spiritueux derrière Pernod Ricard et La Martiniquaise.** Sur le whisk(e)y, il est n°1 avec William Peel qui a une part de marché de 24,5% en volume et est considérée comme un produit d'appel dans la grande distribution. Fruits & Wines est également le n°1 des vins aromatisés, sa part de marché atteignant 29,6%. La marque a été lancée en 2010 afin de satisfaire la demande de boissons prêtes à boire peu onéreuses et à faible contenu en alcool. La décélération du marché des vins aromatisés est partiellement compensée par des gains de distribution mécaniques (arrêt de la distribution des marques de petite taille). Sobieski a atteint la seconde place sur le marché français de la vodka (part de marché : 14,7%) derrière Poliakov, ce qui était l'un des objectifs du plan BIG 2018 dévoilé en décembre 2014. Le groupe a aussi hérité de marques de niche puissantes en France. Il est ainsi le n°1 de la tequila avec San José (part de marché : 42%) et le n°3 du gin avec Old Lady's (part de marché : 5%). Le groupe continue d'afficher une surperformance par rapport à ses concurrents. Sur les neuf premiers mois de l'année 2016, la part de marché de ses marques William Peel et Sobieski a gagné respectivement 0,9 et 3,1 points.

L'objectif est de générer un chiffre d'affaires de 200MEUR en France à horizon 2018. Pour l'atteindre, le groupe s'appuie sur: 1/ **une augmentation de 50% des dépenses de publicité** entre 2015 et 2018, en particulier celles qui sont consacrées aux marques stratégiques, 2/ **l'innovation** notamment via le lancement de variantes premium de William Peel (William Peel Double Maturation) et Sobieski (Sobieski Estate), 3/ **la revitalisation progressive des marques secondaires** telles que San José (création d'un prémix...) ou Old Lady's et 4/ **le développement du CHR** (cafés, hôtels, restaurants) avec Marie Brizard, Sobieski et Gautier.

Mais la performance du groupe en 2015 et au 9M 2016 a été décevante. Le marché est difficile. Depuis le début des années 2000, les ventes d'alcool en France ont diminué de 18% pour atteindre en 2015 11,2 litres d'alcool pur par habitant.

Fig. 19: Ventes d'alcool (en volume) par habitant en France en 2015



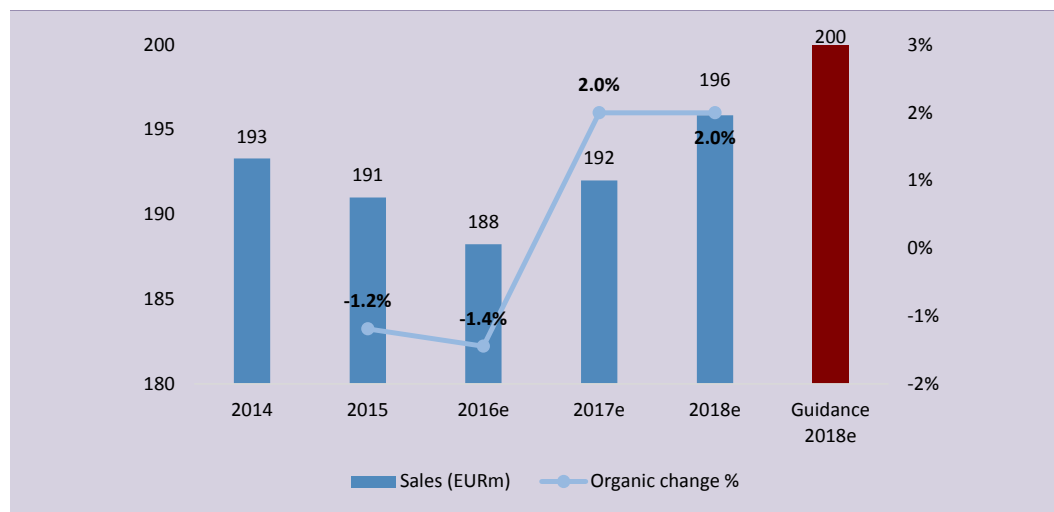
Source: INSEE

Une baisse de 18% des volumes d'alcool entre 2000 et 2015

Le pouvoir pris par la grande distribution pénalise fortement l'activité des groupes de spiritueux. Trois fusions de centrales d'achat sont intervenues en 2014 : Système U et Auchan en septembre, Intermarché et Casino en octobre, et Carrefour et Cora/Match en décembre. Selon Kantar Worldpanel, 92% des ventes de produits de grande consommation et frais libre-service proviennent aujourd'hui des quatre premières centrales d'achat françaises. **Au-delà de ces conditions de marché difficiles, le groupe a pris du retard en 2015 dans la mise en œuvre du plan stratégique.** La nouvelle structure commerciale destinée au CHR n'a été effective qu'à partir du T1 2016 compte tenue de la forte baisse de ce circuit après les attentats du mois de novembre 2015. Sur le deuxième trimestre, les ventes ont été pénalisées par des conditions météorologiques défavorables. Elles ont eu un impact sensible sur les ventes de vins rosés Fruits and Wines et MDD (ces derniers représentent 38% du CA dans le pays).

Selon nos estimations et sur une base organique, les ventes devraient décroître de 1,4% en 2016 avant de progresser de 2% en 2017 et 2018. C'est relativement optimiste considérant la performance passée (-1,2% en 2015 et -2,8% au 9M 2016) et les dynamiques du marché et, malgré cela, nous aboutissons à un CA de 196MEUR en 2018, légèrement en-dessous de la guidance du groupe (>200MEUR).

Fig. 20: France: chiffre d'affaires (MEUR)



Source: Marie Brizard Wine & Spirits

Krupnik



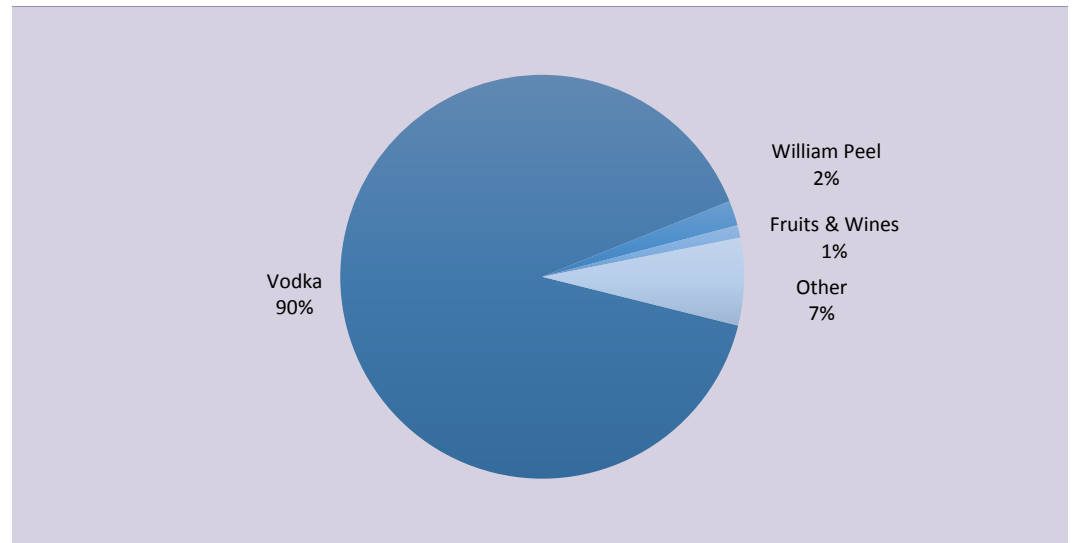
Source: Marie Brizard Wine & Spirits

4.1.2. Des guidances très ambitieuses en Pologne, en Espagne et aux Etats-Unis

Les activités non-cœur représentaient en 2015 60% du CA de la Pologne. A l'heure actuelle elles ne se composent plus que des grossistes. Les détaillants, Galeries Alkoholi, ont été vendus à Carrefour en mai 2015. Ils réalisaient moins de 10MEUR de chiffre d'affaires mais un résultat opérationnel nul.

En Pologne, la vodka est le deuxième alcool le plus consommé derrière la bière et le premier spiritueux. Elle représente 73% du marché des spiritueux en valeur (78% des volumes). **MBWS y génère 90% de son CA, dont la majorité avec Krupnik (75% du CA).** Le reste provient de Sobieski, Biala Dama, et Starogardzka. Ce portefeuille lui permet de couvrir tous les segments de prix (value, standard, premium, super premium).

Fig. 21: Répartition du chiffre d'affaires de MBWS en Pologne, 2015

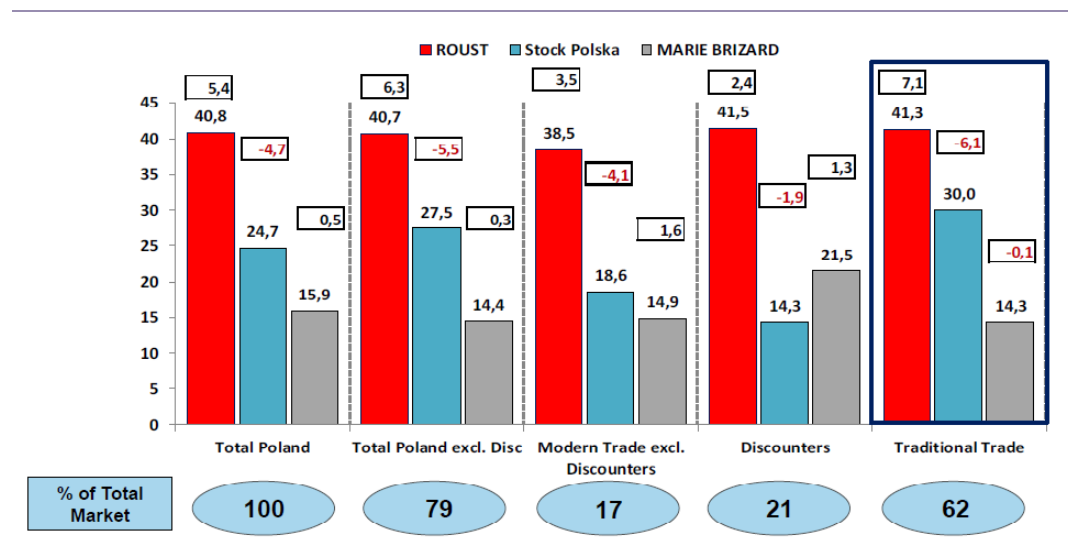


Source: Marie Brizard Wine & Spirits

Krupnik est la 3^{ème} vodka sur le marché polonais

Le segment *standard* représente 29% du marché polonais et devrait générer 76% de la croissance en volume du marché sur les quatre prochaines années. **Le positionnement du groupe est donc bien adapté en Pologne et le groupe est le n°3 du marché.** Sa part de marché en valeur est de 16% derrière CEDC (41%) et Stock Spirits (25%). Après avoir brièvement regagné la 2^{ème} place, la marque de vodka Krupnik est à présent 3^{ème} derrière Zubrowka et GZ Czysta De Luxe. L'un des objectifs du plan stratégique est d'en faire la deuxième marque de vodka en Pologne.

Fig. 22: Part de marché à la fin juin 2016 des principaux acteurs sur le marché polonais

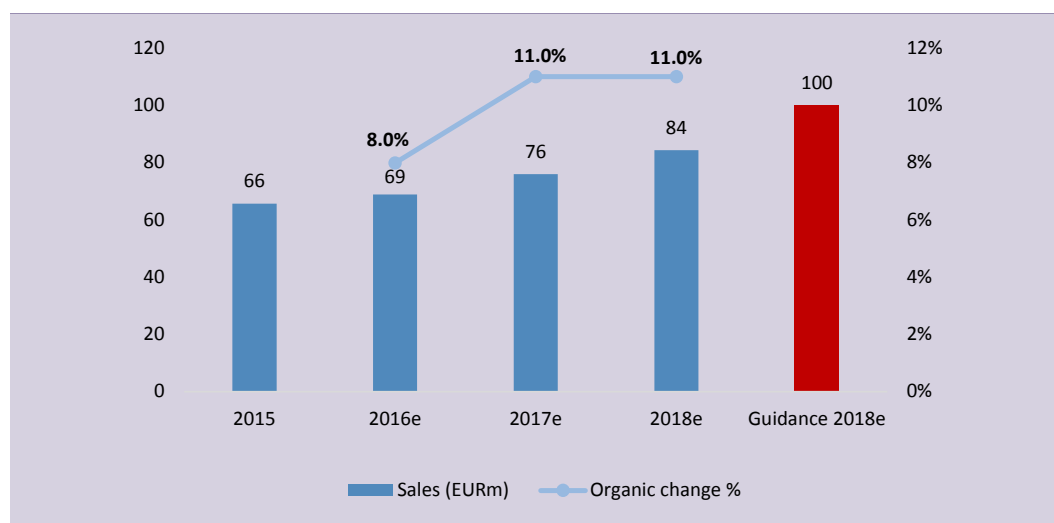


Source: Roust

En Pologne, le groupe vise à présent un chiffre d'affaires des activités cœur supérieur à **100MEUR** (>80MEUR précédemment), soit une progression de 52% entre 2015 et 2018. Cette performance devrait être réalisée grâce à : **1/ la hausse des dépenses de publicité de 50% entre 2015 et 2018. 2/ le renforcement de la distribution de Krupnik et l'augmentation de la part des aromatisés.** Ces derniers représentent 20% des volumes totaux de vodka vendus en Pologne mais seulement 7,7% des volumes de Krupnik. La marque détient à présent une part de marché de 4,5% sur le segment des variantes aromatisées. A noter qu'elles sont relatives sur les marges compte tenu de leur taux d'alcool diminué d'environ 20%. **3/ le déploiement de Fruits and Wines mais aussi de William Peel** avec comme objectif d'atteindre une part de marché de 10% sur le scotch whisky en 2018 (1,7% à l'heure actuelle en volume). C'est en ligne avec les dernières tendances de consommation marquées par un repli continu des ventes de vodka et une progression de celles de whiskey et de boissons moins alcoolisées comme les vins, la bière ou les RTD. **4/ le relancement de Sobieski début 2017** avec un nouveau design de bouteille et un support publicitaire accru.

En Pologne, les activités cœur de métier ont affiché une progression en organique de leur CA de **9,7% en 2015** et de **6,1% sur les neuf premiers mois de l'année 2016**. Elles ont été soutenues par l'accélération des marques piliers William Peel et Fruits & Wines et la croissance spectaculaire de Krupnik aromatisée. **En supposant la poursuite d'un bon dynamisme (+11% au T4 2016 et en 2017 et 2018), nous estimons que le chiffre d'affaires de ces activités cœur de métier devrait atteindre 84MEUR en 2018, en-dessous de la guidance du groupe.**

FIG. 23: Pologne : chiffre d'affaires (MEUR)



Source: Marie Brizard Wine & Spirits, Bryan, Garnier & Co

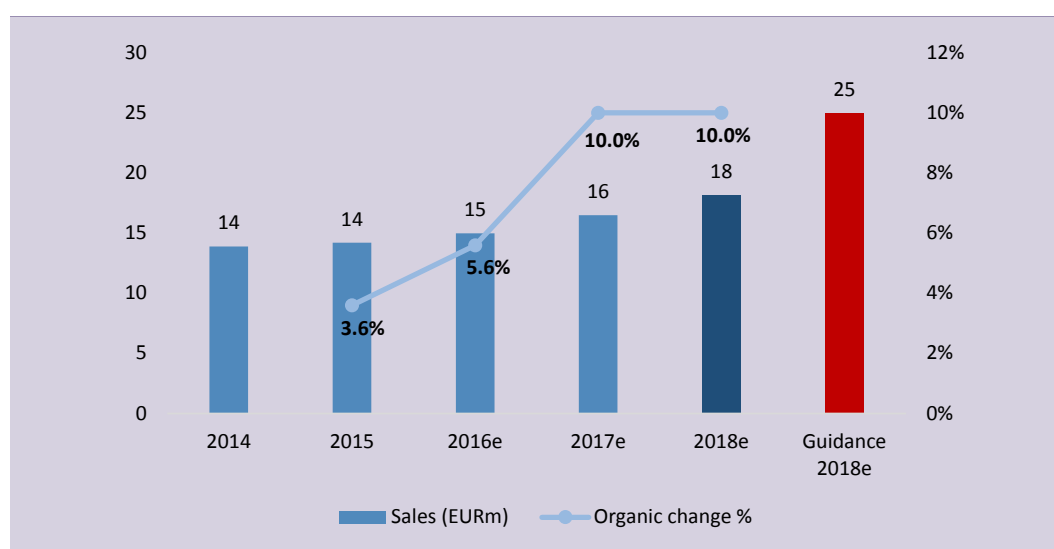
En Espagne, l'objectif est de générer un CA 2018 supérieur à **25MEUR** via 1/ l'augmentation des dépenses de publicité de 200% entre 2015 et 2018, en particulier sur Marie Brizard, 2/ le développement de Shotka et de Fruits and Wines, 3/ le renforcement des relations avec la grande distribution, notamment avec Mercadona, par la fourniture de MDD, 4/ le rajeunissement de la marque Marques del Puerto et 5/ la croissance des ventes frontalières. **Le groupe distingue aux Etats-Unis trois leviers qui devraient lui permettre de générer un CA supérieur à 50MEUR en 2018:** 1/ une augmentation des dépenses de publicité de 150% entre 2015 et 2018, 2/ un repositionnement de la vodka Sobieski, notamment en développant son image polonaise/craft, 3/ le

lancement d'une version premium (Sobieski Estate) ainsi que de Fruits and Wines, Shotka et Marie Brizard.

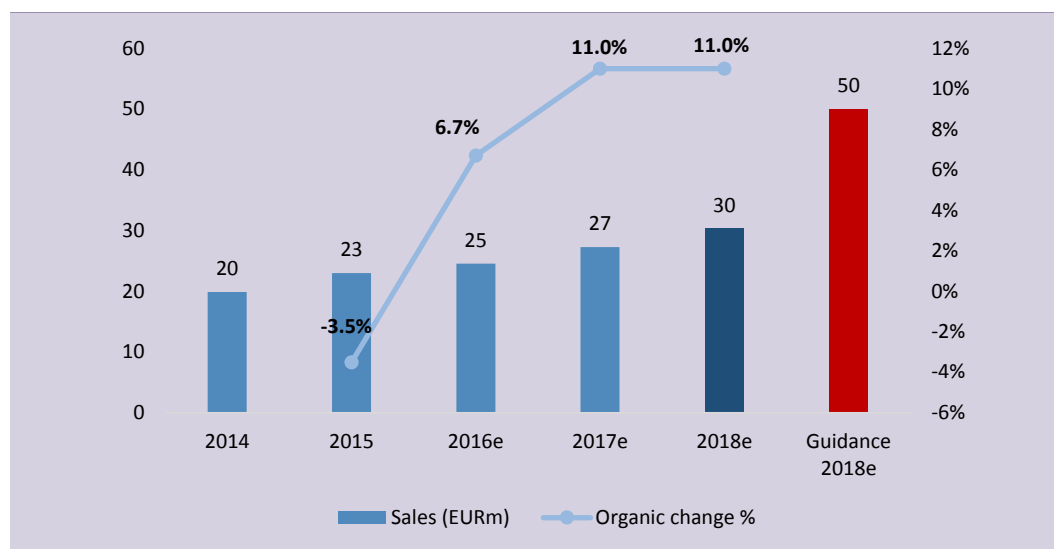
La performance du groupe dans ces pays est globalement satisfaisante. En **Espagne**, le groupe a affiché une progression de son CA de 3,6% en 2015 et de 4,3% au 9M 2016, notamment grâce à la refonte de la politique commerciale. **Les Etats-Unis** ont été impactés par un déstockage en 2015 et les changements en termes de distribution (fusion des grossistes) au S1 2016. Néanmoins, les ventes (à taux de change et périmètre constants) ont enregistré une hausse de 3,6% sur les neuf premiers mois de l'année 2016 après s'être repliées de 3,5% l'an passé.

Mais les guidances du groupe sont excessivement ambitieuses. Sur 2017 et 2018, nous estimons des croissances annuelles de 10% en Espagne et de 11% aux Etats-Unis. C'est déjà relativement optimiste considérant que les marchés américain et espagnol sont en croissance de respectivement 4% et 5% et nous aboutissons malgré tout à des CA de 18MEUR en Espagne et de 30MEUR aux Etats-Unis, bien en-dessous des objectifs fixés par MBWS.

Fig. 24: Espagne: chiffre d'affaires (MEUR)



Source: Marie Brizard Wine & Spirits

Fig. 25: Etats-Unis : chiffre d'affaires (MEUR)


Source: Marie Brizard Wine & Spirits

4.1.3. Prévisions de CA

Nous estimons que les ventes (à taux de change et périmètre constants) de MBWS devraient afficher un recul de 0,2% sur l'année. C'est principalement le résultat d'une baisse de 6,3% des activités non-cœur qui sont en cours de restructuration. Le groupe semble avoir renoncé à son projet de céder les activités de grossistes polonais. La rentabilité du groupe n'est pas impactée car leur déficit devrait être comblé d'ici la fin de l'année. La conservation de ces activités obéit principalement à un objectif défensif: Mr Luis Amaral qui a fait irruption dans le capital de Stock Spirits en mai 2016 est le propriétaire d'Eurocash, le principal grossiste en Pologne. Cela permet également à MBWS de déployer plus facilement William Peel et Fruits and Wines en Pologne.

Notre chiffre d'affaires en 2018 atteint 480MEUR. C'est en ligne avec la guidance (450-500MEUR) grâce à la conservation des activités de grossistes en Pologne. Selon nous, la performance en organique sur 2016-2018 ne permettrait pas à MBWS d'atteindre ses objectifs. Le groupe a pris du retard en France et ses objectifs aux Etats-Unis, en Espagne et en Pologne sont très ambitieux.

Fig. 26: Chiffre d'affaires par division

	2015	2016e	2017e	2018e
Group				
Sales (EURm)	451	441	458	480
% reported	-3.3%	-2.2%	3.9%	4.6%
% perimeter	-3.0%	-0.8%	0.0%	0.0%
% FX	0.7%	-1.3%	-0.2%	0.0%
% organic	-1.0%	-0.2%	2.4%	4.6%
France				
Sales (EURm)	191	188	192	196
% reported	-1.2%	-1.4%	2.0%	2.0%

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

Mbws

% perimeter	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%
% organic	-1.2%	-1.4%	2.0%	2.0%
Poland				
Sales (EURm)	66	69	76	84
% reported		4.8%	10.4%	11.0%
% perimeter		0.0%	0.0%	0.0%
% FX		-3.2%	-0.6%	0.0%
% organic		8.0%	11.0%	11.0%
Lithuania				
Sales (EURm)	23	23	23	24
% reported	5.2%	5.2%	5.0%	4.9%
% perimeter	-2.4%	-1.3%	0.0%	3.0%
% organic	6.9%	-0.4%	0.0%	3.0%
US				
Sales (EURm)	23	25	27	30
% reported	15.6%	6.3%	11.2%	11.0%
% perimeter	0.0%	-0.4%	0.0%	0.0%
% FX	19.1%	-0.4%	0.2%	0.0%
% organic	-3.5%	6.2%	11.0%	11.0%
Spain				
Sales (EURm)	14	15	16	18
% reported	2.2%	5.6%	10.0%	10.0%
% perimeter	-1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
% organic	3.6%	5.6%	10.0%	10.0%
Brazil				
Sales (EURm)	4	4	4	4
% reported	-19.6%	1.8%	2.0%	4.0%
% perimeter	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
% FX	-13.7%	-9.7%	0.0%	0.0%
% organic	-6%	9%	2%	4%
Others				
Sales (EURm)	32	32	33	36
% reported	-6.5%	0.4%	5.0%	8.0%
% perimeter	-8.3%	-0.3%	0.0%	0.0%
% FX	0.0%	-0.3%	0.0%	0.0%
% organic	1.8%	1.0%	5.0%	8.0%
Non-core activities				
Sales (EURm)	98	86	86	87

Source: Marie Brizard Wine & Spirits, Bryan, Garnier & Co

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

4.2. Un EBITDA de 58MEUR en 2018

Lors de la mise à jour de son plan stratégique, MBWS a revu à la hausse sa guidance d'EBITDA pour 2018. Il vise à présent 67-75MEUR contre 50-70MEUR précédemment. La marge devrait s'établir à 15% (vs 12-15%). Le groupe s'appuie toujours sur les trois volets que sont la croissance, l'optimisation et la rationalisation. Alors qu'il prévoit à présent de ne gagner que 3,5MEUR du fait de la rationalisation des actifs non-stratégiques (6,5MEUR ont déjà été économisés), il a révisé à la hausse ses objectifs en termes de croissance. L'EBITDA additionnel qui devrait en résulter est de 28-36MEUR contre 20-30MEUR précédemment. Les efforts faits en termes d'optimisation devraient contribuer à hauteur de 25MEUR.

Fig. 27: Objectifs d'EBITDA

	BIG 2018	BIG 2.0
EBITDA	50-70	67-75
Constituents:		
<i>Growth</i>	20-30	28-36
<i>Optimization</i>	20-30	25
<i>Rationalization</i>	10	3.5

Source: Marie Brizard Wine & Spirits

L'augmentation de l'EBITDA de 3,5MEUR du fait de la rationalisation provient principalement de la restructuration des activités de grossistes en Pologne. Elle devrait se concrétiser sur le S2 2016. Le groupe a déjà abandonné des contrats non-profitables et regroupé des fonctions (notamment celles de back office). **En termes d'optimisation, cinq leviers devraient permettre de générer les 25MEUR d'EBITDA additionnels:**

- **La modernisation des sites industriels.** En 2015, Marie Brizard a ainsi reconfiguré les réseaux logistiques de Moncigale, modernisé le site industriel de Beaucaire, transféré une partie de la production de liqueurs de Bordeaux à Zizurkil et achevé l'adaptation de l'outil industriel en Lituanie. Le chantier en Pologne ne devrait se terminer qu'en 2017. Il y avait en effet un vrai manque d'efficacité dans la production de vodka en Europe de l'Est. La vodka était en effet distillée en Lituanie avant d'être rectifiée en Pologne puis embouteillée en Lituanie.
- **La réduction des coûts d'achats directs.** Les contrats d'approvisionnement en matières sèches et liquides ont fait l'objet d'une première vague de renégociations. MBWS est également parvenu à un accord avec La Martiniquaise aux termes duquel 50% de leur approvisionnement en scotch sera réalisée auprès de leur actionnaire à partir de 2019 (des contrats courent toujours pour 2016-2018). Auparavant, la société s'approvisionnait auprès de brokers en whisky âgé de trois ans (nécessaire pour obtenir l'appellation). La société ne souhaite pas aller au-delà de 50% afin de préserver le goût des produits et de ne pas

dépendre d'un seul fournisseur. Davantage d'économies sont possibles grâce à la présence d'actionnaires industriels dans le capital : mise en place d'une politique d'achat commune, concessions de contrats d'embouteillage et approvisionnement en porto auprès de La Martiniquaise...

- L'amélioration du réseau de distribution.** Une réorganisation des marchés à l'export est à l'œuvre. Elle passe par une revue des distributeurs, un alignement des pratiques dans les marchés clefs, et la mise en place de managers seniors en Asie et dans le Duty Free. Les Etats-Unis sont une priorité. MBWS a décidé de concentrer ses dépenses de publicité sur neuf états clefs qui représentent 50% de son CA tout en maintenant une distribution nationale. Il cherche également à optimiser la structure de coûts fixes par la distribution de marques tierces. Un nouveau directeur commercial a été nommé.
- La simplification des opérations.** Une rationalisation des références est en cours pour toutes les catégories de produits et achevée pour la liqueur Marie Brizard en France. A présent 1% du CA de cette marque est générée par 20% des références, en ligne avec les pratiques de l'industrie. Auparavant ce pourcentage atteignait 50%. Un certain nombre de recettes sont en train d'être reformulées notamment sur la vodka depuis le début de l'année 2016.
- L'amélioration de la politique commerciale et industrielle.** MBWS a mis en place des outils de *category management* et une planification commerciale et industrielle en France et en Pologne. La société a également normalisé la relation avec la grande distribution en 2015 en France et installé un nouveau réseau de transport inter-cluster en janvier 2016.

Le groupe a publié une baisse de son EBITDA de 70% sur le S1 2016 du fait de la hausse des frais salariaux (plein effet des personnes recrutées en 2015) et des dépenses de publicité, en particulier en France (William Peel et Sobieski) mais aussi au Brésil, aux EU, en Lituanie et au Danemark. Il a indiqué que sur l'année son EBITDA devrait être de 20MEUR mais en excluant l'impact des normes IFRS 2 qui pourrait atteindre 2MEUR (notre estimation: 18MEUR). **Nous estimons un EBITDA de 58MEUR en 2018, en-dessous de la guidance du groupe (67-75MEUR).**

Fig. 28: Estimations d'EBITDA

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	Guidance for 2018
EBITDA	5	11	18	34	58	67-75
% reported	0%	118%	62%	84%	73%	
Margin	1.1%	2.5%	4.1%	7.3%	12.1%	15%
Variation in bps		138	164	319	481	

Source: Bryan, Garnier & Co

Notre scénario central étant que le groupe ne cédera pas ses activités de grossistes polonais, notre estimation de CA à horizon 2018 se situe 14% au-dessus des attentes du marché. Notre estimation d'EBITDA ressort à 58MEUR, soit 10% en-dessous du consensus. Nous sommes confiants sur les volets rationalisation et optimisation et sur leur capacité à générer respectivement 3,5MEUR et 25MEUR mais la plus faible croissance qu'attendue devrait représenter un manque à gagner sur l'EBITDA de 9MEUR. Il convient toutefois que le consensus se compose de trois contributeurs.

Fig. 29: Estimations vs attentes du marché

	2016e		2017e		2018e	
	BG	CS	BG	CS	BG	CS
Sales	441	438	458	388	480	422
<i>Difference</i>		+0.7%		+18.0%		+13.7%
EBITDA	18	19	34	37	58	64
<i>Difference</i>		-5.3%		-8.1%		-9.4%

Source: Thomson Reuters, Bryan, Garnier & Co

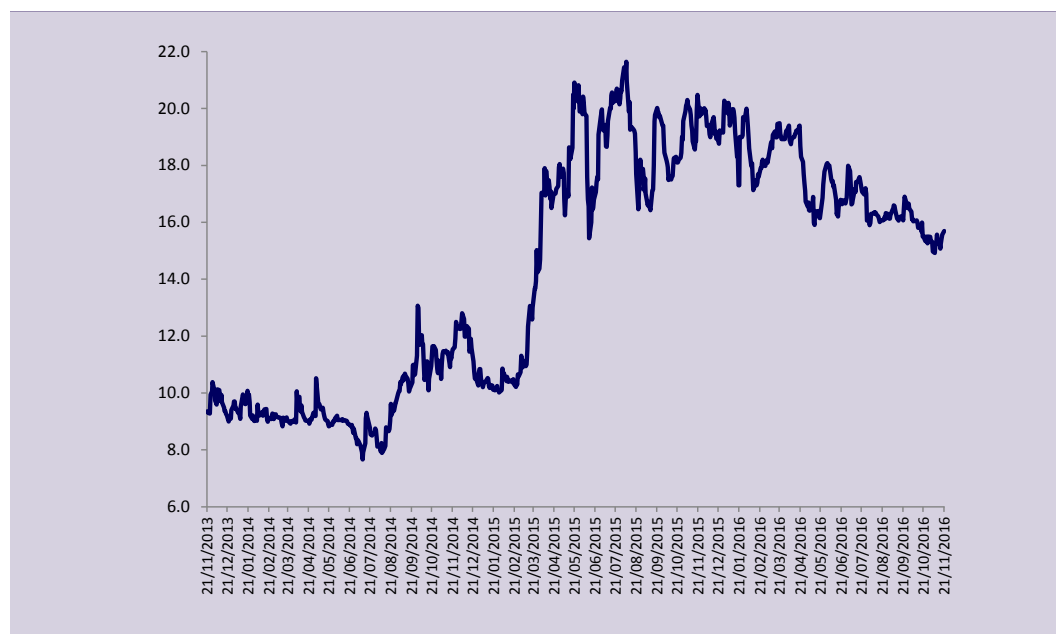
5. Performance boursière et valorisation

Après un re-rating en 2014 et 2015, le titre a baissé de 22% en absolu depuis le début du fait de l'OPE sur les bons de souscription d'actions et d'incertitudes quant aux perspectives de croissance (5.1). Notre valorisation par DCF aboutit à une Fair Value de 17,1EUR qui laisse apparaître un potentiel d'appréciation du titre de 9% (5.2).

5.1. Parcours boursier

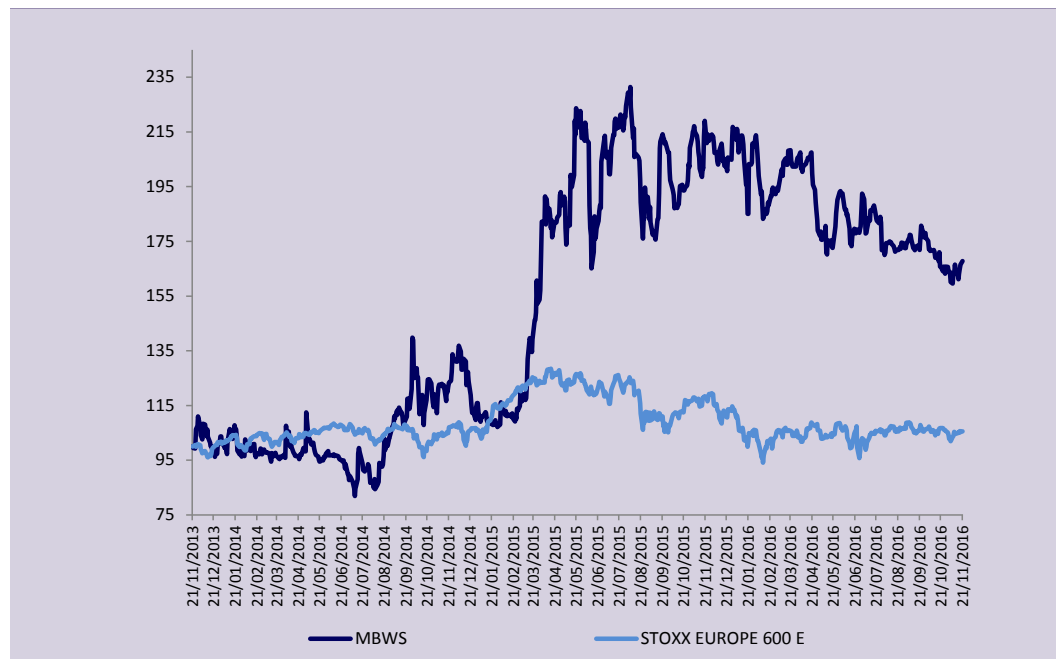
Le re-rating du titre a débuté en septembre 2014 avec l'arrivée du directeur général Mr Reynaud, la présentation de la première version du plan stratégique en décembre 2014, les premiers roadshows avec le management et les prises de participation de Diana Holding et Castel qui ont envoyé un signal positif quant à la création de valeur potentielle de la société. Mais depuis le début de l'année 2016, le cours a baissé de 22% en absolu. L'OPE sur les bons de souscription d'actions en avril 2016 a engendré la création de 1,8M d'actions nouvelles, soit une dilution de 6,8%. En outre, les publications au T1 et T2 2016 ont été décevantes, ce qui a engendré de l'incertitude quant aux perspectives de croissance.

Fig. 30: Performance absolue du groupe sur les trois dernières années



Source: Thomson Reuters

Fig. 31: Performance relative du groupe sur les trois dernières années



Source: Thomson Reuters

5.2. Neutre, Fair Value: 17,1EUR

La comparaison par les multiples n'est pas pertinente dans le cas de MBWS. En effet, ses résultats dans les prochaines années ne reflètent pas sa valeur. Notre valorisation par DCF aboutit à une Fair Value de 17,1EUR. Nous avons retenu les hypothèses suivantes:

- Un CMPC de 11,6% qui résulte d'un coût des capitaux propres de 11% avec un taux sans risque de 1,6%, une prime de risque de marché de 7% et un beta de 1.3
- Un taux de croissance à l'infini de 2% à compter de 2026
- Un taux de croissance de 4,9% et une marge d'EBITDA de 13,3% en 2021

Fig. 32: DCF (1/2)

EURm	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TV
Sales	458 372	479 594	502 278	526 537	552 494	576 526	598 260	617 343	633 455	646 313	659 239
% change	3.9%	4.6%	4.7%	4.8%	4.9%	4.3%	3.8%	3.2%	2.6%	2.0%	2.0%
EBITDA	33 553	58 175	62 935	68 081	73 647	78 581	83 338	87 848	92 041	95 848	99 743
Depreciation	-6 417	-6 714	-7 383	-8 109	-8 895	-9 686	-10 470	-11 236	-11 972	-12 668	-13 383
Recurring EBIT	27 227	51 508	55 552	59 973	64 752	68 895	72 868	76 612	80 069	83 180	86 360
-Taxes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-22 454
Tax rate	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-28.5%
NOPAT	27 227	51 508	55 552	59 973	64 752	68 895	72 868	76 612	80 069	83 180	63 907
Depreciation	6 417	6 714	7 383	8 109	8 895	9 686	10 470	11 236	11 972	12 668	13 383
+Change in WC	5 563	6 075	0	-2 633	-5 525	-8 648	-11 965	-12 347	-12 669	-12 926	-13 185
-Capex	-9 167	-9 592	-10 046	-10 531	-11 050	-11 531	-11 965	-12 347	-12 669	-12 926	-13 185
FCF	30 040	54 705	52 890	54 918	57 073	58 402	59 407	63 154	66 703	69 996	50 920
Discount coefficient	0.90	0.80	0.72	0.64	0.58	0.52	0.46	0.42	0.37	0.33	
Discounted FCF	26 915	43 916	38 041	35 391	32 953	30 213	27 536	26 228	24 820	23 335	

Fig. 33: DCF (2/2)

Sum of discounted FCF	309 347
+Terminal value	161 425
+Net cash	23 815
-Minorities	-10 030
-Provisions & Pensions	-14 650
+Financial assets	5 370
Equity value	475 278
Number of shares (m)	27 739
Fair Value (EUR)	17.1

Source: Bryan, Garnier & Co

Page laissée blanche intentionnellement

INDEPENDENT RESEARCH
UPDATE

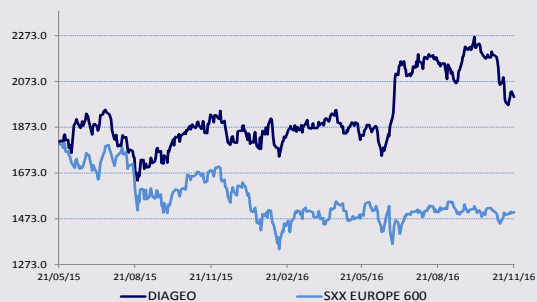
23 novembre 2016

Agro-Alimentaire & Boissons

Bloomberg	DGE LN
Reuters	DGE.L
+Haut /+Bas 12 mois (p)	2 268 / 1 745
Capitalisation Boursière (MGBP)	50 448
Valeur d'Entreprise	58 168
Volume moyen 6 mois (000 actions)	4 948
Flottant	99,9%
TMVA BPA (3 ans)	11,0%
Gearing (06/16)	17%
Rendement (06/17e)	3,10%

Fin Juin	06/16	06/17e	06/18e	06/19e
C. d'affaires (MGBP)	10 485	11 969	12 564	13 177
EBIT(MGBP)	3 008	3 590	3 848	4 080
BPA Publié (p)	89,39	103,98	113,90	122,34
BPA dilué (p)	89,04	103,57	113,45	121,86
EV/CA	5,63x	4,86x	4,58x	4,30x
EV/EBITDA	17,8x	14,5x	13,2x	12,1x
EV/EBIT	19,6x	16,2x	14,9x	13,9x
P/E	22,5x	19,4x	17,7x	16,5x
ROCE	12,1	13,8	14,5	15,2

Cours et données arrêtés au 21 novembre



Diageo

Une amélioration de la trajectoire

Fair Value 2150p vs. 2200p (cours 2 005p)

NEUTRE

Notre opinion est que l'amélioration graduelle de la performance opérationnelle se trouve déjà reflétée dans le cours. Nous maintenons notre recommandation Neutre mais nous abaissons notre Fair Value à 2150p du fait des changes.

■ **Une accélération graduelle de la croissance.** Les ventes de Diageo devraient augmenter de 3,5% en organique cette année après +2,8% en 2015/16. Cela reflète une amélioration de tendance sur les principaux marchés du groupe hormis la zone Europe/Russie/Turquie qui est attendue en hausse de seulement 2,8%. La bonne performance de l'année dernière (+3,9% en 2015/16) avait été stimulée par des hausses de prix significatives en Russie. Le groupe devrait continuer de sous-performer aux Etats-Unis. Nous estimons que les ventes dans le pays devraient croître de 3,5% dans un marché en hausse de 4%. L'environnement reste par ailleurs difficile dans les pays émergents. L'Afrique, l'Amérique latine/Caribes et l'Asie Pacifique devraient afficher une progression respective de 4%, 3,8% et 4% cette année, bien en-dessous des tendances historiques.

■ **Une amélioration limitée de la marge opérationnelle courante.** En 2016/17, la marge opérationnelle courante devrait croître de 120pbs en publié grâce aux effets change mais de seulement 14pbs en organique. En cause les dépenses liées au programme d'économies de coûts de GBP500m qui doit être réalisé via la mise en place d'un budget base zéro, d'un Revenue Management et de gains d'efficacité au chapitre des frais généraux et de publicité. Le premier semestre devrait montrer un repli organique de la marge opérationnelle courante de 14pbs.

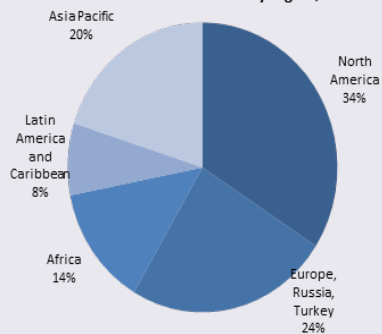
■ **Neutre, Fair Value: 2150p.** L'amélioration de la trajectoire nous semble bien valorisée. Au cours d'avant-hier soir, le titre traite sur un EV/EBIT 2016/17^e de 16,2x, 9% au-dessus de son pair le plus proche Pernod Ricard. Nous maintenons notre recommandation Neutre mais nous abaissons notre Fair Value à 2150p du fait des changes.



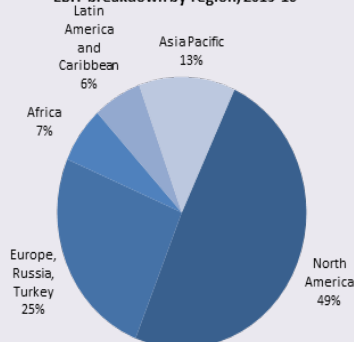
Analyst:
Virginie Roumage
33(0) 1.56.68.75.22
vroumage@bryangarnier.com

Sector Analyst Team:
Nikolaas Faes
Loïc Morvan
Antoine Parison
Cédric Rossi

Net sales breakdown by region, 2015-16



EBIT breakdown by region, 2015-16



Activités

Fondé en 1997, suite à la fusion de GrandMet et Guinness, Diageo est le leader mondial des boissons alcoolisées avec un portefeuille de marques renommées, de spiritueux mais aussi de vins et de bière. Basée à Londres, la société est cotée à la bourse de Londres et de New York.

Simplified Profit & Loss Account (GBPm)	30/06/14	30/06/15	30/06/16	30/06/17e	30/06/18e	30/06/19e
Net sales	10 258	10 813	10 485	11 969	12 564	13 177
Change (%)	-9,2%	5,4%	-3,0%	14,2%	5,0%	4,9%
Organic change (%)	0,4%	0,0%	2,8%	3,5%	4,2%	4,9%
Gross profit	6 252	6 228	6 234	7 229	7 614	8 011
Adjusted EBITDA	3 478	3 437	3 323	4 009	4 351	4 673
Marketing expenses	-1 769	-1 620	-1 629	-1 562	-1 759	-1 847
Adjusted EBIT	3 134	3 066	3 008	3 590	3 848	4 080
Change (%)	-9,9%	-2,2%	-1,9%	19,3%	7,2%	6,0%
Financial results	-388	-412	-327	-343	-280	-240
Pre-Tax profits	2 711	2 933	2 858	3 472	3 803	4 085
Tax	-447	-466	-496	-729	-799	-858
Profits from associates	252	175	221	225	235	245
Minority interests	-67,0	86,0	118	135	148	159
Net profit	2 181	2 467	2 362	2 743	3 005	3 227
Restated net profit	2 394	2 225	2 242	2 608	2 857	3 068
Change (%)	-7,2%	-7,1%	0,8%	16,3%	9,5%	7,4%
Cash Flow Statement (GBPm)						
Operating cash flows	2 707	2 797	2 841	3 590	3 848	4 080
Change in working capital	-597	117	-53,0	-204	-204	-210
Capex, net	-562	-586	-449	-600	-628	-659
Financial investments, net	-673	-722	-639	-899	-906	-925
Dividends	-1 228	-1 341	-1 443	-1 491	-1 565	-1 643
Net debt	8 850	9 527	8 635	7 720	7 071	6 235
Free Cash flow	1 235	1 963	2 097	1 906	2 213	2 480
Balance Sheet (GBPm)						
Tangible fixed assets	3 433	3 690	3 881	3 850	3 733	3 513
Intangibles assets	7 891	11 231	12 370	12 617	12 870	13 127
Cash & equivalents	622	472	1 089	-454	-217	-341
current assets	7 469	7 670	8 852	7 987	8 619	8 902
Other assets	6 982	6 431	6 180	7 693	7 340	7 245
Total assets	22 964	25 804	28 491	27 844	28 611	28 932
L & ST Debt	9 214	9 838	10 129	6 505	6 093	5 133
Others liabilities	6 160	6 710	8 182	8 778	9 091	9 413
Shareholders' funds	7 590	9 256	10 180	12 561	13 426	14 386
Total Liabilities	15 374	16 548	18 311	15 283	15 184	14 546
Capital employed	15 245	18 987	20 144	20 564	20 903	21 150
Ratios						
Gross margin	60,95	57,60	60,20	60,40	60,60	60,80
Marketing expenses as % of sales	15,79	15,07	14,90	14,70	14,70	14,70
Operating margin	30,55	28,35	28,69	29,99	30,63	30,97
Effective tax rate	16,49	15,89	17,35	21,00	21,00	21,00
Net margin	21,26	22,82	22,53	22,92	23,91	24,49
ROE (after tax)	31,54	24,04	22,02	20,76	21,28	21,33
ROCE (after tax)	13,70	12,30	12,10	13,79	14,54	15,24
Gearing	17,33	18,65	16,90	15,11	13,84	12,20
Pay out ratio	54,36	63,80	66,49	60,02	57,53	56,24
Number of shares, diluted	2 517	2 517	2 518	2 518	2 518	2 518
Data per Share (GBP)						
Basic EPS	95,53	88,82	89,39	104	114	122
Diluted EPS	95,11	88,40	89,04	104	113	122
% change	-7,2%	-7,1%	0,7%	16,3%	9,5%	7,4%
BVPS	302	368	404	499	533	571
Operating cash flows	107	137	133	158	164	176
FCF	49,07	77,99	83,28	75,70	87,90	98,49
Net dividend	51,70	56,40	59,20	62,16	65,27	68,53

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

1. Une accélération graduelle de la croissance

Les ventes de Diageo devraient augmenter de 3,5% en organique cette année après +2,8% en 2015/16. Cela reflète une amélioration de tendance sur les principaux marchés du groupe hormis la zone Europe/Russie/Turquie qui est attendue en hausse de seulement 2,8%. La bonne performance de l'année dernière (+3,9% en 2015/16) avait été stimulée par des hausses de prix significatives en Russie. Le groupe devrait continuer de sous-performer aux Etats-Unis. Nous estimons que les ventes dans le pays devraient croître de 3,5% dans un marché en hausse de 4%. L'environnement reste par ailleurs difficile dans les pays émergents. L'Afrique, l'Amérique latine/Caraïbes et l'Asie Pacifique devraient afficher une progression respective de 4%, 3,8% et 4% cette année, bien en-dessous des tendances historiques.

Fig. 1: Ventes – estimations

GBPm	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
GROUP				
Sales	10 485	11 969	12 564	13 177
Reported variation	-3.0%	14.2%	5.0%	4.9%
Organic variation	2.8%	3.5%	4.2%	4.9%
FX variation	-1.6%	13.3%	0.8%	0.0%
Perimeter variation	-3.0%	-2.7%	0.0%	0.0%
NORTH AMERICA				
Sales	3 565	4 152	4 385	4 582
Reported variation	3.2%	16.5%	5.6%	4.5%
Organic variation	2.8%	3.5%	4.0%	4.5%
EUROPE				
Sales	2 544	2 813	2 888	2 990
Reported variation	-2.8%	10.6%	2.7%	3.5%
Organic variation	3.9%	2.8%	3.0%	3.5%
AFRICA				
Sales	1 401	1 518	1 612	1 709
Reported variation	-0.8%	8.3%	6.2%	6.0%
Organic variation	2.6%	4.0%	5.0%	6.0%
LATAM				
Sales	863	966	1 014	1 074
Reported variation	-16.3%	11.9%	4.9%	6.0%
Organic variation	0.6%	3.8%	5.0%	6.0%
ASIA-PACIFIC				
Sales	2 076	2 485	2 629	2 787
Reported variation	-6.2%	19.7%	5.8%	6.0%
Organic variation	1.5%	4.0%	5.0%	6.0%
CORPORATE				
Sales	36	36	36	36

Source: Diageo, Bryan, Garnier & Co

2. Une progression limitée de la marge opérationnelle courante

En 2016/17, la marge opérationnelle courante devrait croître de 120pbs en publié grâce aux effets change mais de seulement 14pbs en organique. En cause les dépenses liées au programme d'économies de coûts de GBP500m qui doit être réalisé via la mise en place d'un budget base zéro, d'un Revenue Management et de gains d'efficacité au chapitre des frais généraux et de publicité. Le premier semestre devrait afficher un repli organique de la marge opérationnelle courante de 14pbs.

Fig. 2: ROP – estimations

GBPm	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
GROUP				
EBIT	3008	3590	3848	4080
Reported variation	-1.6%	19.3%	7.2%	6.0%
Margin	28.7%	30.0%	30.6%	31.0%
Reported variation in bp	33	130	64	34
Organic variation in bps	19	14	58	34
NORTH AMERICA				
EBIT	1551	1880	2005	2116
Reported variation	7.1%	21.2%	6.6%	5.5%
Margin	43.5%	45.3%	45.7%	46.2%
Reported variation in bp	160	179	44	44
EUROPE, RUSSIA, TURKEY				
EBIT	801	937	985	1030
Reported variation	-0.4%	14.3%	3.7%	4.5%
Margin	31.5%	32.6%	32.9%	33.2%
Reported variation in bp	76	108	32	32
AFRICA				
EBIT	212	233	250	267
Reported variation	-33.3%	9.8%	7.3%	7.0%
Margin	15.1%	15.3%	15.5%	15.6%
Variation in bp	-734	20	15	15
LAC				
EBIT	199	220	231	246
Reported variation	-24.3%	10.5%	4.9%	6.5%
Margin	23.1%	22.8%	22.8%	22.9%
Variation in bp	-240	-29	0	11
ASIA-PACIFIC				
EBIT	395	513	559	604
Reported variation	11.0%	29.9%	9.0%	8.0%
Margin	19.0%	20.7%	21.3%	21.7%
Variation in bp	294	163	63	40
CORPORATE				
EBIT	-150	-173	-147	-147

Source: Diageo, Bryan, Garnier & Co

3. Valorisation

Fig. 3: DCF (1/2)

GBPm	2016/17e	2017/18e	2018/19e	2019/20e	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	2024/25e	2025/26e
Sales	11 969	12 564	13 177	13 858	14 617	15 315	15 939	16 477	16 917	17 251
% reported	14.2%	5.0%	4.9%	5.2%	5.5%	4.8%	4.1%	3.4%	2.7%	2.0%
EBIT	3 590	3 848	4 080	4 305	4 556	4 773	4 967	5 135	5 272	5 376
EBIT margin	30.0%	30.6%	31.0%	31.1%	31.2%	31.2%	31.2%	31.2%	31.2%	31.2%
-Income taxes	-729	-799	-858	-904	-957	-1002	-1043	-1078	-1107	-1129
+Depreciation	419	503	593	643	699	753	807	857	903	863
as % of sales	3.5%	4.0%	4.5%	4.6%	4.8%	4.9%	5.1%	5.2%	5.3%	5.0%
+change in WC	-204	-204	-210	-220	-233	-244	-254	-262	-269	-274
as % of sales	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
Operating cash flows	3 076	3 349	3 606	3 824	4 065	4 281	4 477	4 651	4 799	4 836
-Capex	-600	-628	-659	-693	-731	-766	-797	-824	-846	-863
as % of sales	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Free cash flows	2 476	2 720	2 947	3 131	3 334	3 515	3 680	3 828	3 954	3 973
Discount coefficient	0.93	0.87	0.81	0.76	0.70	0.66	0.61	0.57	0.53	0.50
Discounted FCF	2 309	2 365	2 389	2 366	2 349	2 309	2 254	2 186	2 105	1 973

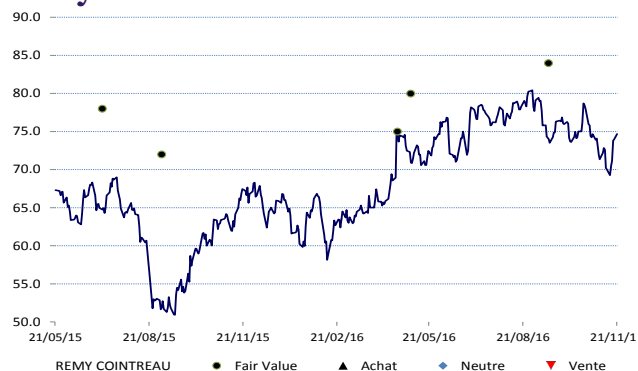
Fig. 4: DCF (2/2)

Sum of discounted cash flows	22 605
+Terminal Value	38 728
+Financial assets	3 443
-Net debt	-8 635
-Minorities	-1 650
-Provisions	-390
Equity Value	54 101
Number of shares	2518
Fair Value	2150

Source of all tabs: Diageo, Bryan, Garnier & Co

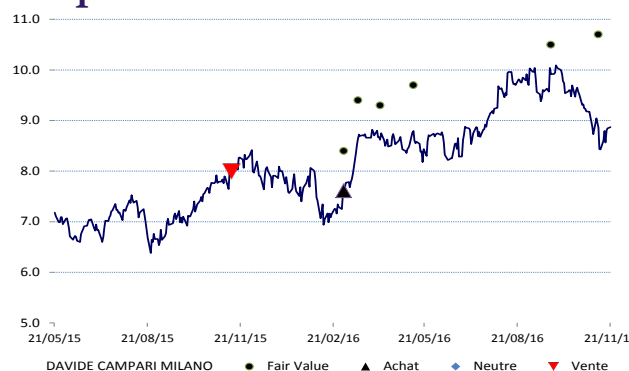
Price Chart and Rating History

Rémy Cointreau



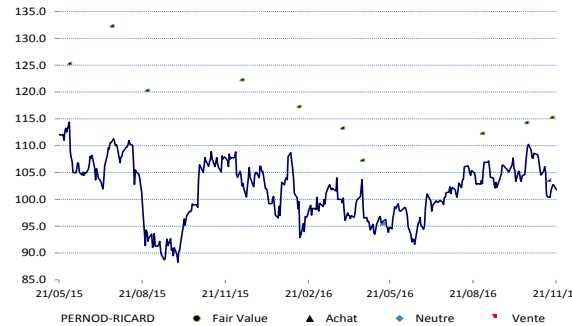
Ratings			Target Price	
Date	Ratings	Price	Date	Target price
23/03/15	BUY	EUR68.98	15/09/16	EUR84
02/10/14	NEUTRAL	EUR55.49	03/05/16	EUR80
27/03/14	BUY	EUR58.79	20/04/16	EUR75
			02/09/15	EUR72
			06/07/15	EUR78
			16/04/15	EUR81
			23/03/15	EUR78
			23/01/15	EUR61
			28/11/14	EUR62
			02/10/14	EUR60
			22/09/14	EUR71
			10/06/14	EUR75
			22/04/14	EUR67
			27/03/14	EUR70

Campari



Ratings			Target Price	
Date	Ratings	Price	Date	Target price
02/03/16	BUY	EUR7.51	09/11/16	EUR10.7
12/11/15	SELL	EUR8	23/09/16	EUR10.5
17/09/14	NEUTRAL	EUR5.8	10/05/16	EUR9.7
			07/04/16	EUR9.3
			16/03/16	EUR9.4
			02/03/16	EUR8.4
			13/05/15	EUR7.1
			08/04/15	EUR7
			11/02/15	EUR6.4
			08/01/15	EUR6.2
			09/12/14	EUR5.8
			13/11/14	EUR5.9
			17/09/14	EUR6

Pernod Ricard



Ratings			Target Price	
Date	Ratings	Price	Date	Target price
18/11/16	BUY	EUR102.75	18/11/16	EUR115
18/05/16	NEUTRAL	EUR94.95	21/10/16	EUR114
29/08/14	BUY	EUR88.75	02/09/16	EUR112
28/05/14	NEUTRAL	EUR89.24	22/04/16	EUR107
			31/03/16	EUR113
			12/02/16	EUR117
			11/12/15	EUR122
			28/08/15	EUR120
			20/07/15	EUR132
			03/06/15	EUR125
			24/04/15	EUR129
			27/03/15	EUR122
			13/02/15	EUR110
			08/01/15	EUR102
			24/10/14	EUR101
			29/08/14	EUR103
			28/05/14	EUR94

Diageo



Ratings			Target Price	
Date	Ratings	Price	Date	Target price
12/04/14	NEUTRAL	1945p	23/11/16	2150p
			27/10/16	2200p
			29/07/16	2100p
			28/07/16	Under review
			20/05/16	1840p
			29/01/16	1790p
			10/12/15	1830p
			23/09/15	1870p
			11/06/15	1920p
			17/04/15	1950p
			01/04/15	2000p
			30/01/15	1880p
			08/01/15	1800p
			04/12/14	1815p

Bryan Garnier stock rating system

For the purposes of this Report, the Bryan Garnier stock rating system is defined as follows:

Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements including a SWOT analysis, positive momentum, technical aspects and the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
NEUTRAL	Opinion recommending not to trade in a stock short-term, neither as a BUYER or a SELLER, due to a specific set of factors. This view is intended to be temporary. It may reflect different situations, but in particular those where a fair value shows no significant potential or where an upcoming binary event constitutes a high-risk that is difficult to quantify. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
SELL	Negative opinion for a stock where we expect an unfavourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential downside based on valuation), but also takes into account a number of elements including a SWOT analysis, positive momentum, technical aspects and the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

Distribution of stock ratings

BUY ratings 56,1%

NEUTRAL ratings 32,5%

SELL ratings 11,5%

Research Disclosure Legend

1	Bryan Garnier shareholding in Issuer	Bryan Garnier & Co Limited or another company in its group (together, the "Bryan Garnier Group") has a shareholding that, individually or combined, exceeds 5% of the paid up and issued share capital of a company that is the subject of this Report (the "Issuer").	No
2	Issuer shareholding in Bryan Garnier	The Issuer has a shareholding that exceeds 5% of the paid up and issued share capital of one or more members of the Bryan Garnier Group.	No
3	Financial interest	A member of the Bryan Garnier Group holds one or more financial interests in relation to the Issuer which are significant in relation to this report	No
4	Market maker or liquidity provider	A member of the Bryan Garnier Group is a market maker or liquidity provider in the securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
5	Lead/co-lead manager	In the past twelve months, a member of the Bryan Garnier Group has been lead manager or co-lead manager of one or more publicly disclosed offers of securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
6	Investment banking agreement	A member of the Bryan Garnier Group is or has in the past twelve months been party to an agreement with the Issuer relating to the provision of investment banking services, or has in that period received payment or been promised payment in respect of such services.	No
7	Research agreement	A member of the Bryan Garnier Group is party to an agreement with the Issuer relating to the production of this Report.	No
8	Analyst receipt or purchase of shares in Issuer	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has received or purchased shares of the Issuer prior to a public offering of those shares.	No
9	Remuneration of analyst	The remuneration of the investment analyst or other persons involved in the preparation of this Report is tied to investment banking transactions performed by the Bryan Garnier Group.	No
10	Corporate finance client	In the past twelve months a member of the Bryan Garnier Group has been remunerated for providing corporate finance services to the issuer or may expect to receive or intend to seek remuneration for corporate finance services from the Issuer in the next six months.	No
11	Analyst has short position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a short position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
12	Analyst has long position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a long position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
13	Bryan Garnier executive is an officer	A partner, director, officer, employee or agent of the Bryan Garnier Group, or a member of such person's household, is a partner, director, officer or an employee of, or adviser to, the Issuer or one of its parents or subsidiaries. The name of such person or persons is disclosed above.	No
14	Analyst disclosure	The analyst hereby certifies that neither the views expressed in the research, nor the timing of the publication of the research has been influenced by any knowledge of clients positions and that the views expressed in the report accurately reflect his/her personal views about the investment and issuer to which the report relates and that no part of his/her remuneration was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.	Yes
15	Other disclosures	Other specific disclosures: Report sent to Issuer to verify factual accuracy (with the recommendation/rating, price target/spread and summary of conclusions removed).	No

A copy of the Bryan Garnier & Co Limited conflicts policy in relation to the production of research is available at www.bryangarnier.com



BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	Munich
Beaufort House	26 Avenue des Champs Elysées	750 Lexington Avenue	Widenmayerstrasse 29
15 St. Botolph Street	75008 Paris	New York, NY 10022	80538 Munich
London EC3A 7BB	Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00	Tel: +1 (0) 212 337 7000	Germany
Tel: +44 (0) 207 332 2500	Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01	Fax: +1 (0) 212 337 7002	+49 89 2422 62 11
Fax: +44 (0) 207 332 2559	Regulated by the	FINRA and SIPC member	
Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and Conduct Authority (FCA)	the Autorité de Contrôle prudentiel et de resolution (ACPR)		

Important information

This document is classified under the FCA Handbook as being investment research (independent research). Bryan Garnier & Co Limited has in place the measures and arrangements required for investment research as set out in the FCA's Conduct of Business Sourcebook.

This report is prepared by Bryan Garnier & Co Limited, registered in England Number 03034095 and its MIFID branch registered in France Number 452 605 512. Bryan Garnier & Co Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (Firm Reference Number 178733) and is a member of the London Stock Exchange. Registered address: Beaufort House 15 St. Botolph Street, London EC3A 7BB, United Kingdom

This Report is provided for information purposes only and does not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell relevant securities, including securities mentioned in this Report and options, warrants or rights to or interests in any such securities. This Report is for general circulation to clients of the Firm and as such is not, and should not be construed as, investment advice or a personal recommendation. No account is taken of the investment objectives, financial situation or particular needs of any person.

The information and opinions contained in this Report have been compiled from and are based upon generally available information which the Firm believes to be reliable but the accuracy of which cannot be guaranteed. All components and estimates given are statements of the Firm, or an associated company's, opinion only and no express representation or warranty is given or should be implied from such statements. All opinions expressed in this Report are subject to change without notice. To the fullest extent permitted by law neither the Firm nor any associated company accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this Report. Information may be available to the Firm and/or associated companies which are not reflected in this Report. The Firm or an associated company may have a consulting relationship with a company which is the subject of this Report.

This Report may not be reproduced, distributed or published by you for any purpose except with the Firm's prior written permission. The Firm reserves all rights in relation to this Report.

Past performance information contained in this Report is not an indication of future performance. The information in this report has not been audited or verified by an independent party and should not be seen as an indication of returns which might be received by investors. Similarly, where projections, forecasts, targeted or illustrative returns or related statements or expressions of opinion are given ("Forward Looking Information") they should not be regarded as a guarantee, prediction or definitive statement of fact or probability. Actual events and circumstances are difficult or impossible to predict and will differ from assumptions. A number of factors, in addition to the risk factors stated in this Report, could cause actual results to differ materially from those in any Forward Looking Information.

Disclosures specific to clients in the United Kingdom

This Report has not been approved by Bryan Garnier & Co Limited for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 because it is being distributed in the United Kingdom only to persons who have been classified by Bryan Garnier & Co Limited as professional clients or eligible counterparties. Any recipient who is not such a person should return the Report to Bryan Garnier & Co Limited immediately and should not rely on it for any purposes whatsoever.

Notice to US investors

This research report (the "Report") was prepared by Bryan Garnier & Co Limited for information purposes only. The Report is intended for distribution in the United States to "Major US Institutional Investors" as defined in SEC Rule 15a-6 and may not be furnished to any other person in the United States. Each Major US Institutional Investor which receives a copy of this Report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide this Report to any other person. Any US person that desires to effect transactions in any security discussed in this Report should call or write to our US affiliated broker, Bryan Garnier Securities, LLC, 750 Lexington Avenue, New York NY 10022. Telephone: 1-212-337-7000.

This Report is based on information obtained from sources that Bryan Garnier & Co Limited believes to be reliable and, to the best of its knowledge, contains no misleading, untrue or false statements but which it has not independently verified. Neither Bryan Garnier & Co Limited and/or Bryan Garnier Securities LLC make no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. This Report is not an offer to buy or sell any security.

Bryan Garnier Securities, LLC and/or its affiliate, Bryan Garnier & Co Limited may own more than 1% of the securities of the company(ies) which is (are) the subject matter of this Report, may act as a market maker in the securities of the company(ies) discussed herein, may manage or co-manage a public offering of securities for the subject company(ies), may sell such securities to or buy them from customers on a principal basis and may also perform or seek to perform investment banking services for the company(ies).

Bryan Garnier Securities, LLC and/or Bryan Garnier & Co Limited are unaware of any actual, material conflict of interest of the research analyst who prepared this Report and are also not aware that the research analyst knew or had reason to know of any actual, material conflict of interest at the time this Report is distributed or made available.