

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.

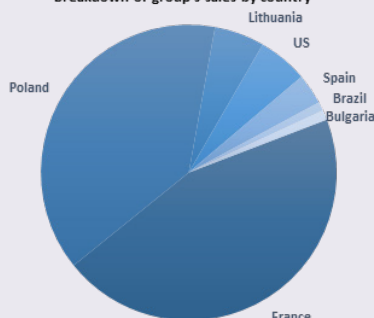
■ **Un upside limité.** Après un re-rating en 2014 et 2015, le titre a baissé de 22% en absolu depuis le début de l'année du fait de l'OPE sur les bons de souscription d'actions et d'incertitudes sur les perspectives de croissance. Notre valorisation par DCF aboutit à une Fair Value de 17,1EUR qui laisse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



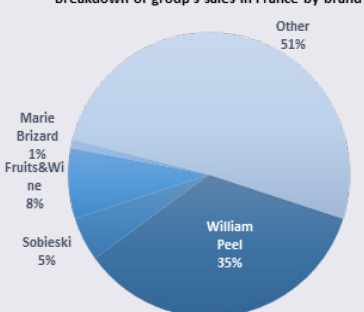
Analyst:
Virginie Roumage
33(0) 1.56.68.75.22
vroumage@bryangarnier.com

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.

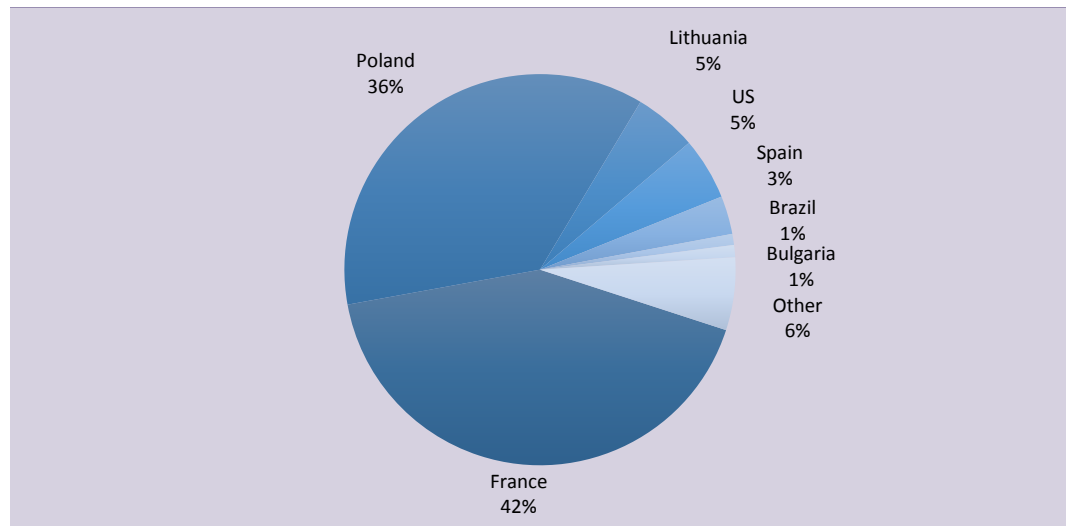
2. Un positionnement à part

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

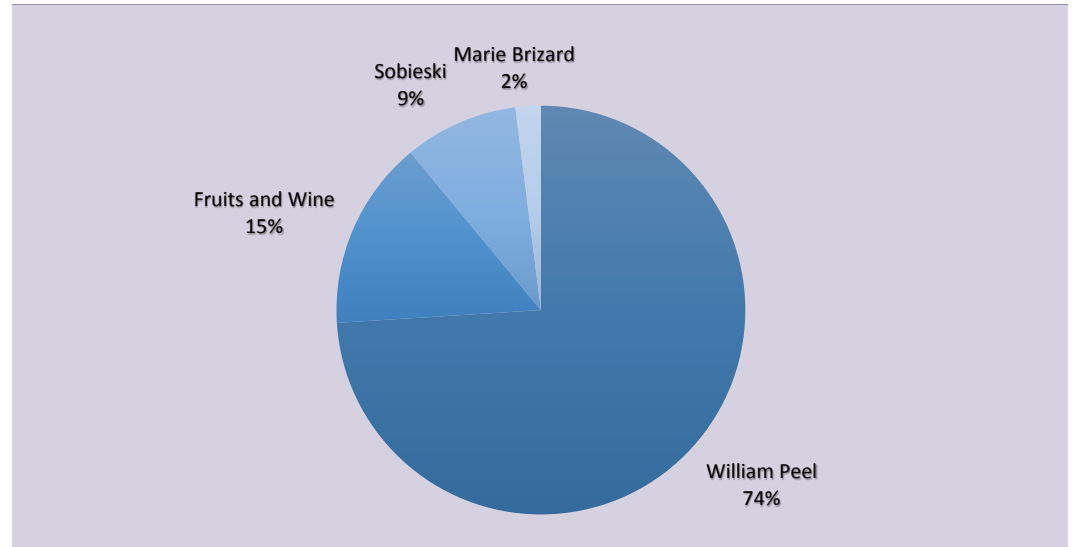


Source: Marie Brizard Wine & Spirits

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

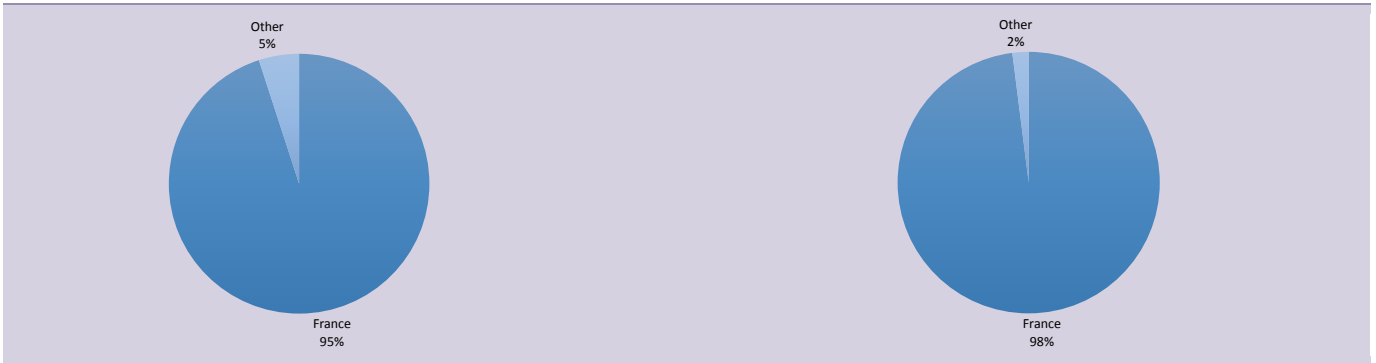


Fig. 5: Répartition du CA de Fruits and Wines, 2015

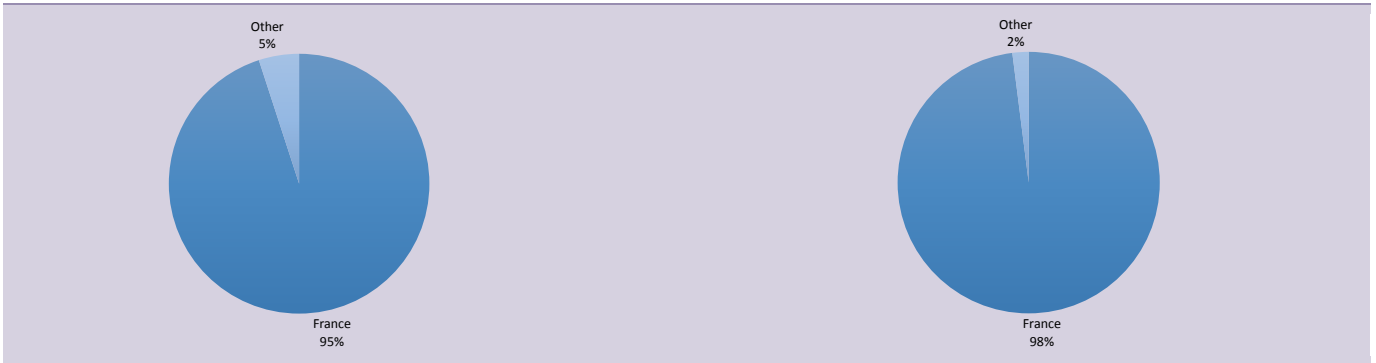


Fig. 6: Répartition du CA de Sobieski, 2015

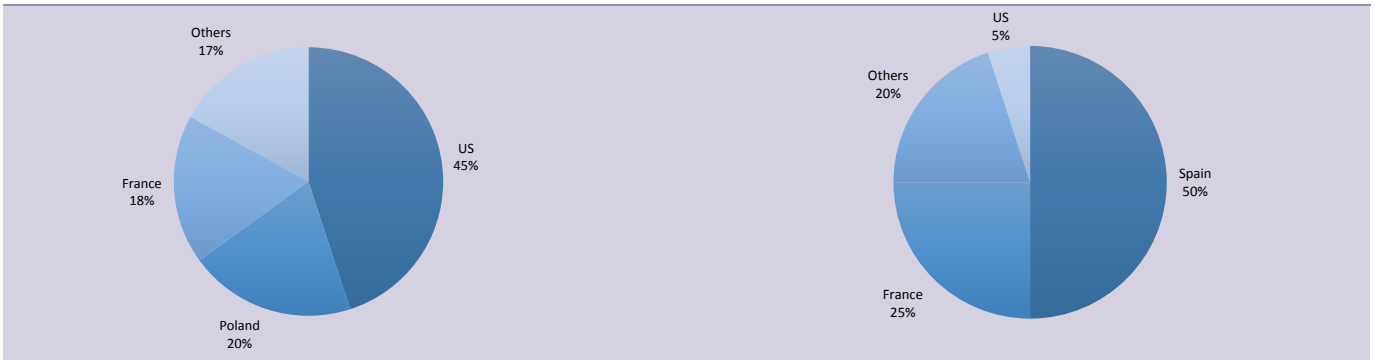
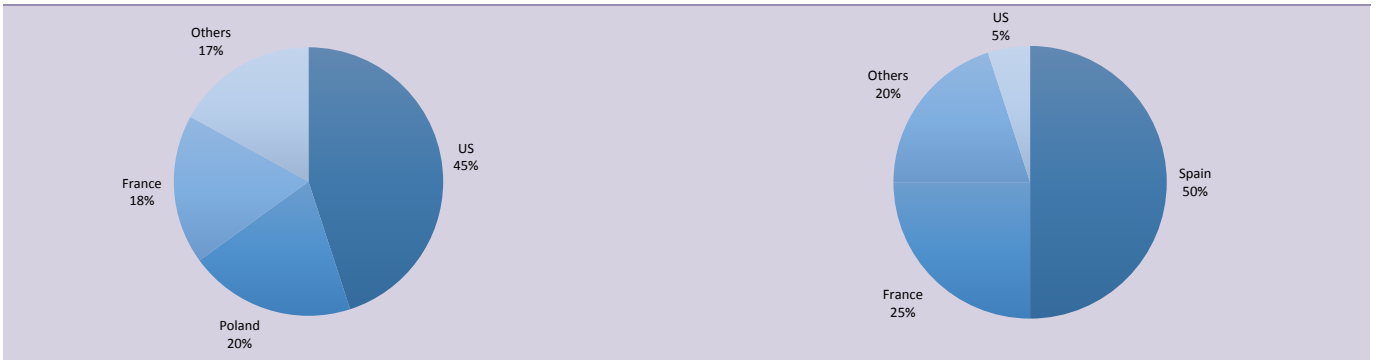


Fig. 7: Répartition du CA de Marie Brizard, 2015



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...).

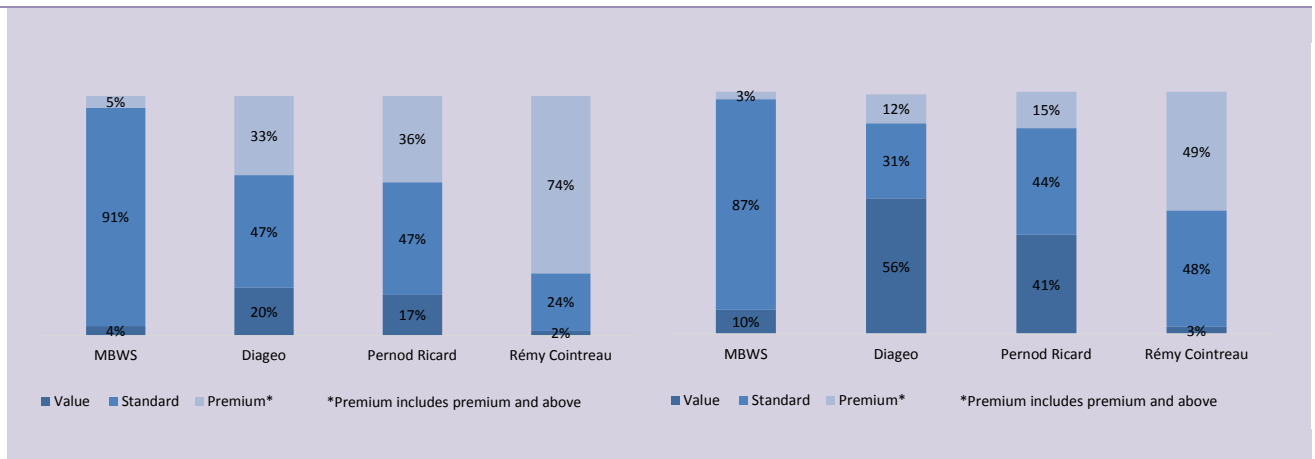
2.3. Un positionnement *standard*

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

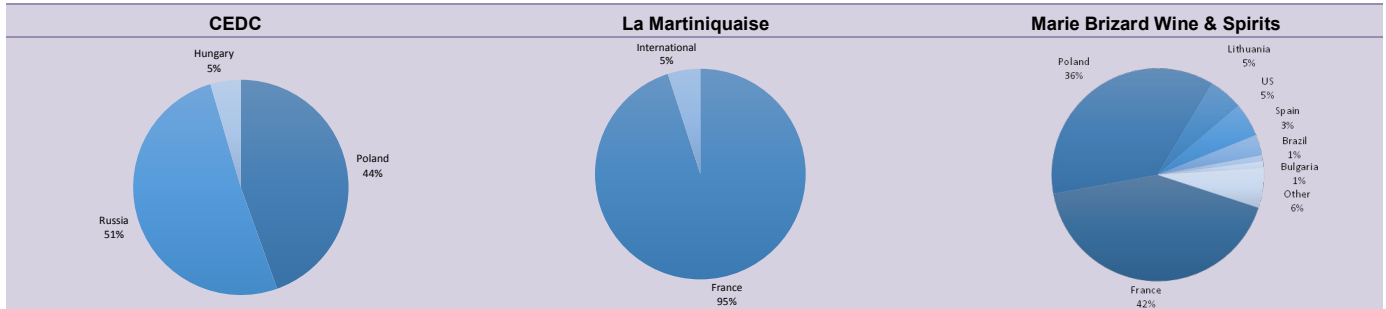
Fig. 10: Répartition des ventes (en volume) des groupes par segment de prix



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.

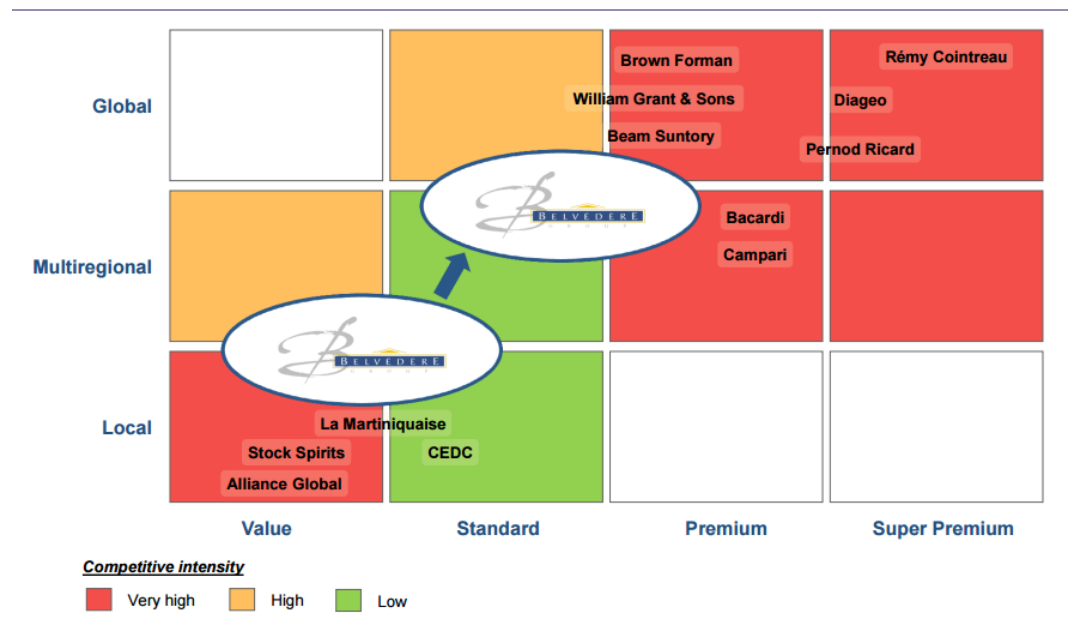
Fig. 11: Répartition géographique du CA des groupes exposés au standard



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.

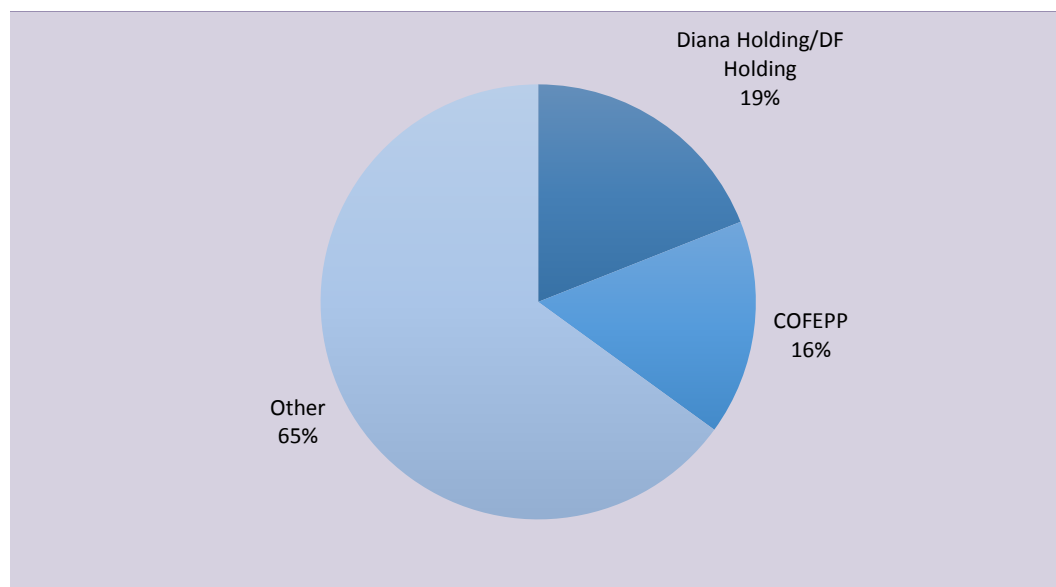
En mai 2015, la société DF Holding contrôlée par la famille Castel a pris une participation de 5,7% au capital de Marie Brizard avant de déclarer agir de concert avec Diana Holding. Nous pensons que l'irruption de DF Holding dans le capital de MBWS a été principalement motivée par une volonté d'aider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



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.

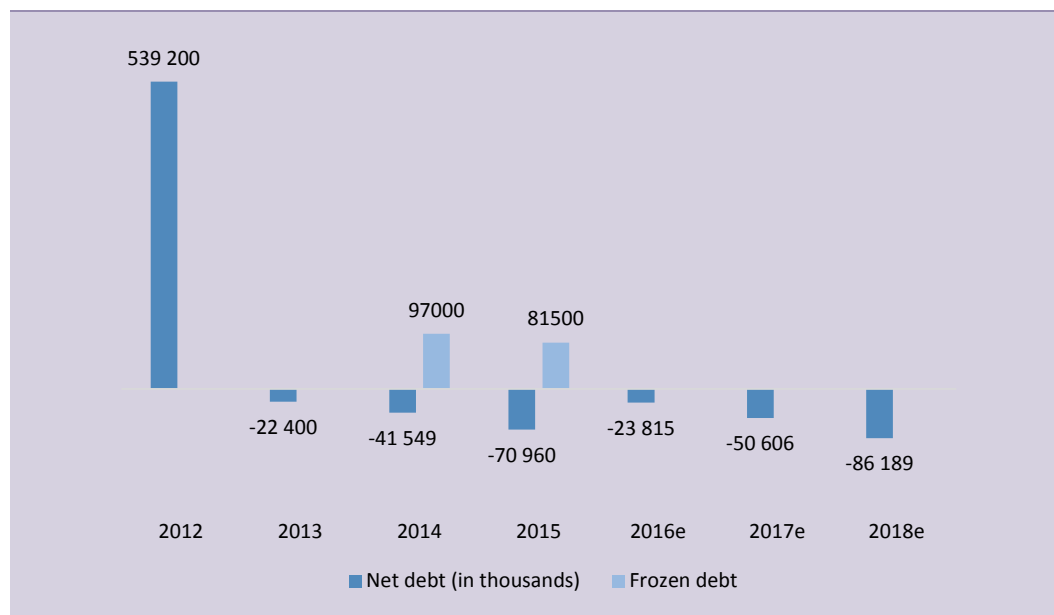
La normalisation du groupe s'est achevée avec la sortie du plan de sauvegarde en juillet 2016

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

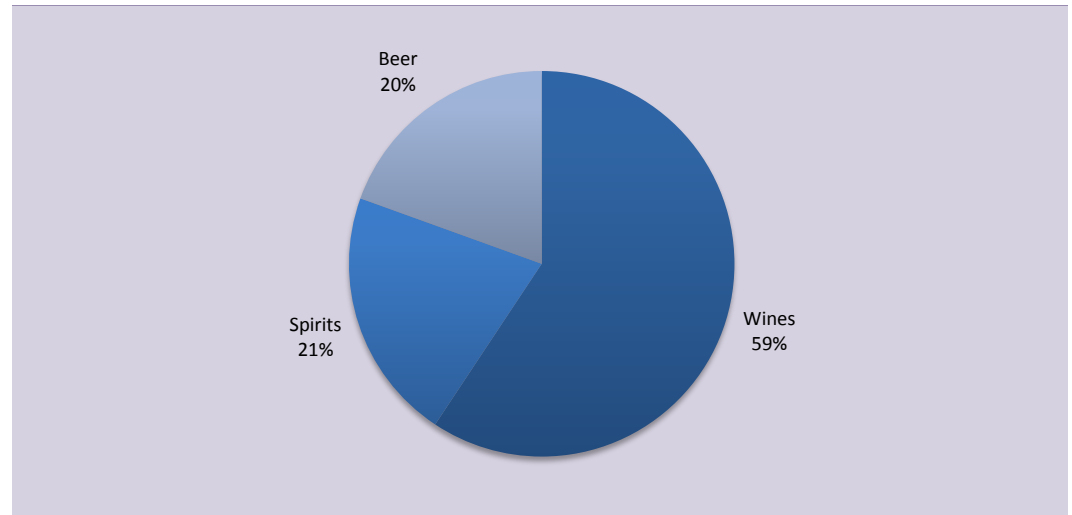
Source: Marie Brizard Wine & Spirits

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

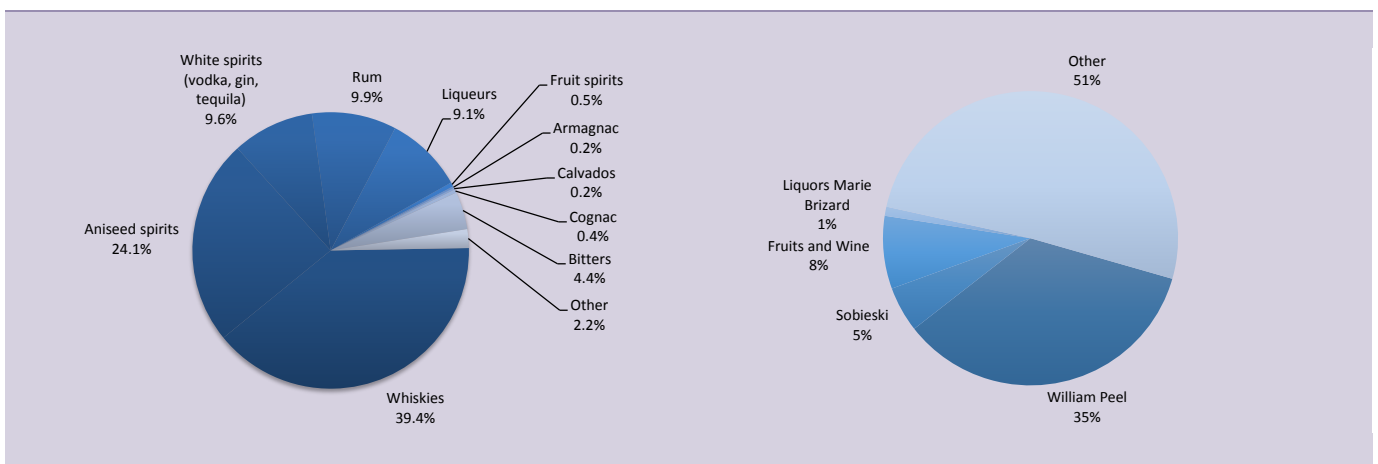
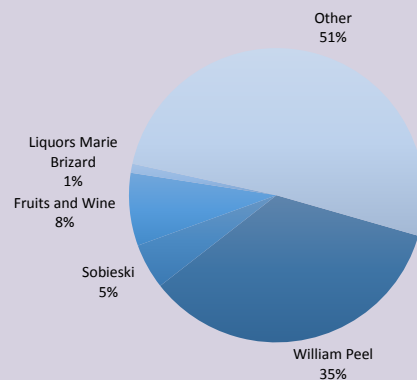


Fig. 18: Répartition du chiffre d'affaires en France de MBWS par marque, 2015



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

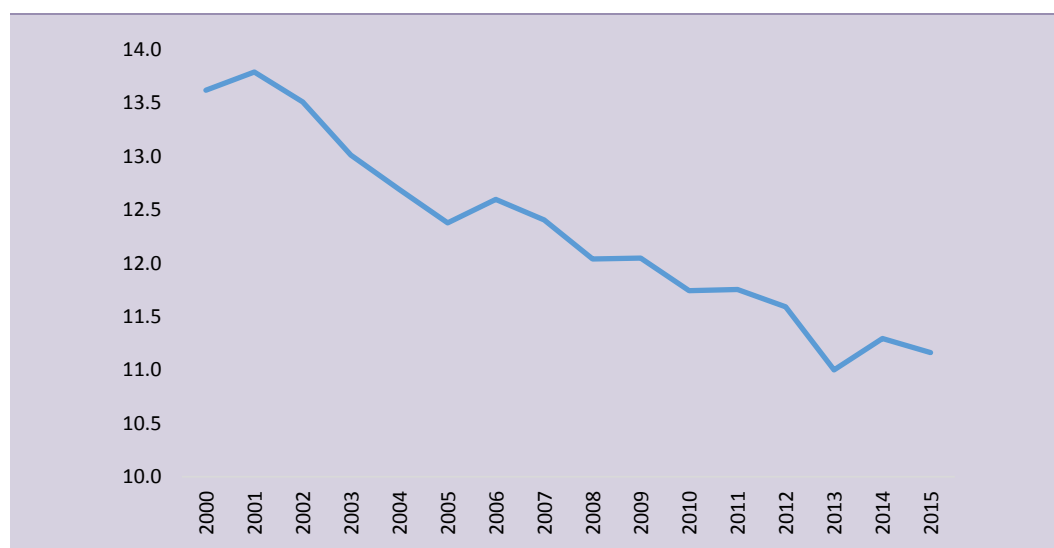
MBWS est n°1 sur le whiskey, les vins aromatisés et la tequila, et n°2 sur la vodka

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



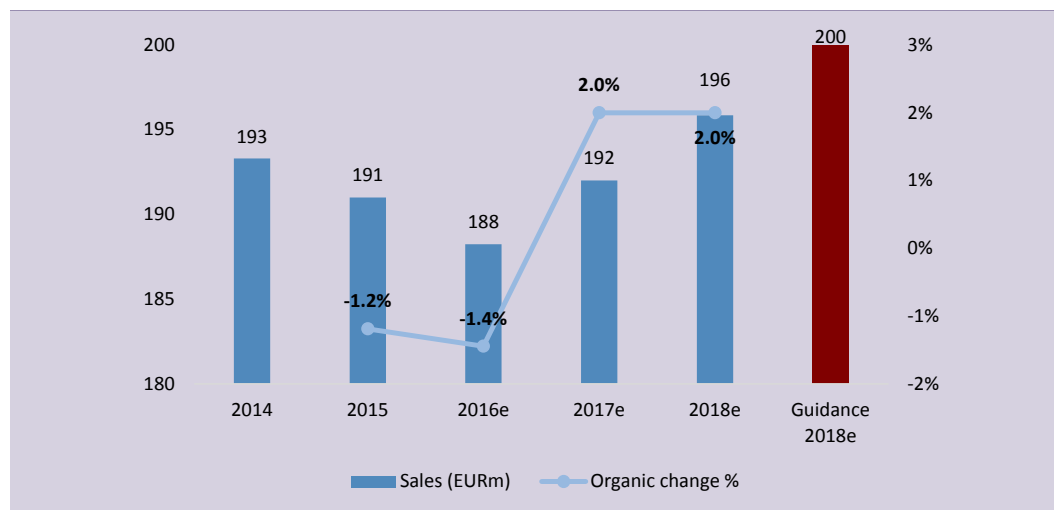
Source: INSEE

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



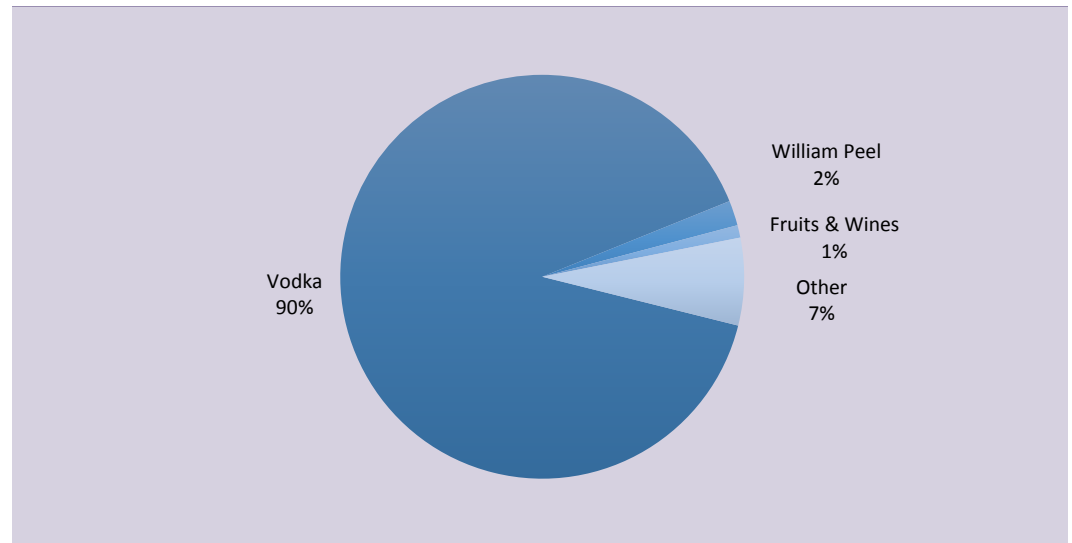
Source: Marie Brizard Wine & Spirits

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

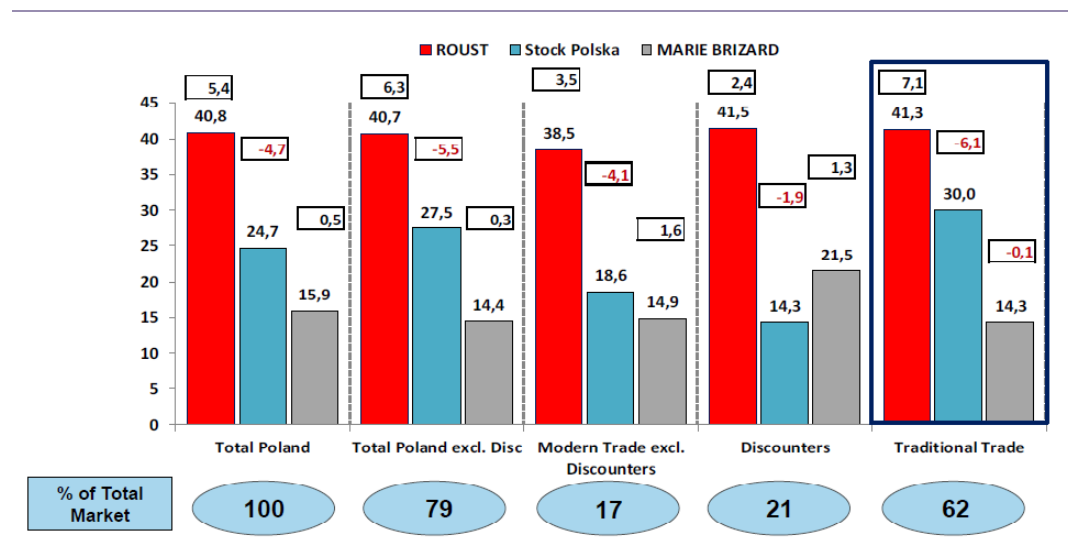


Source: Marie Brizard Wine & Spirits

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

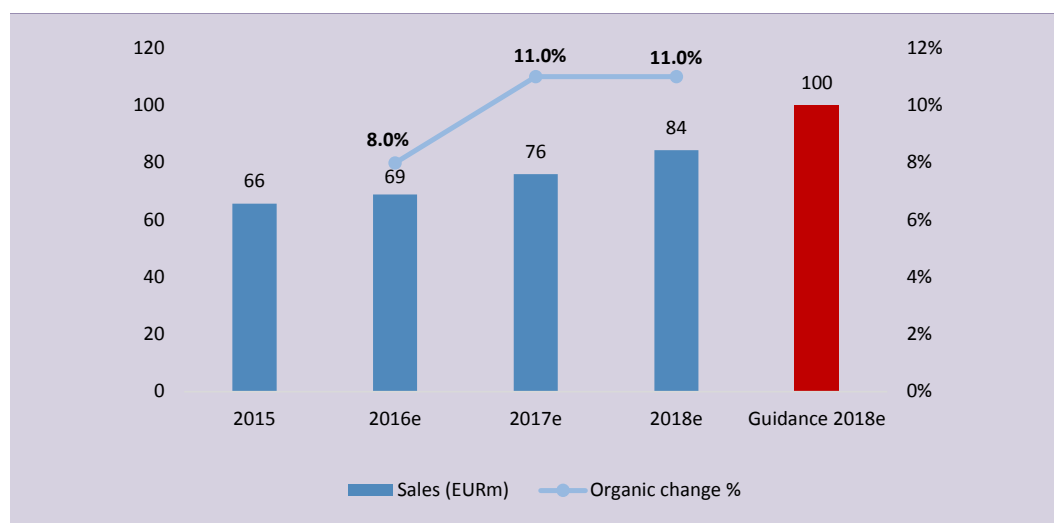


Source: Roust

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

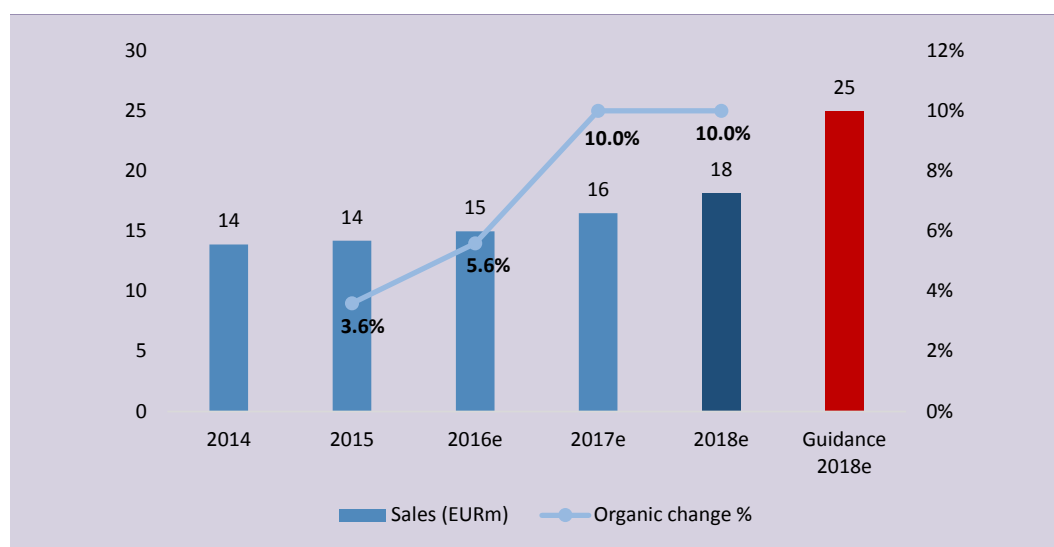
En Espagne, l'objectif est de générer un CA 2018 supérieur à **25MEUR** via 1/ l'augmentation des dépenses de publicité de 200% entre 2015 et 2018, en particulier sur Marie Brizard, 2/ le développement de Shotka et de Fruits and Wines, 3/ le renforcement des relations avec la grande distribution, notamment 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.

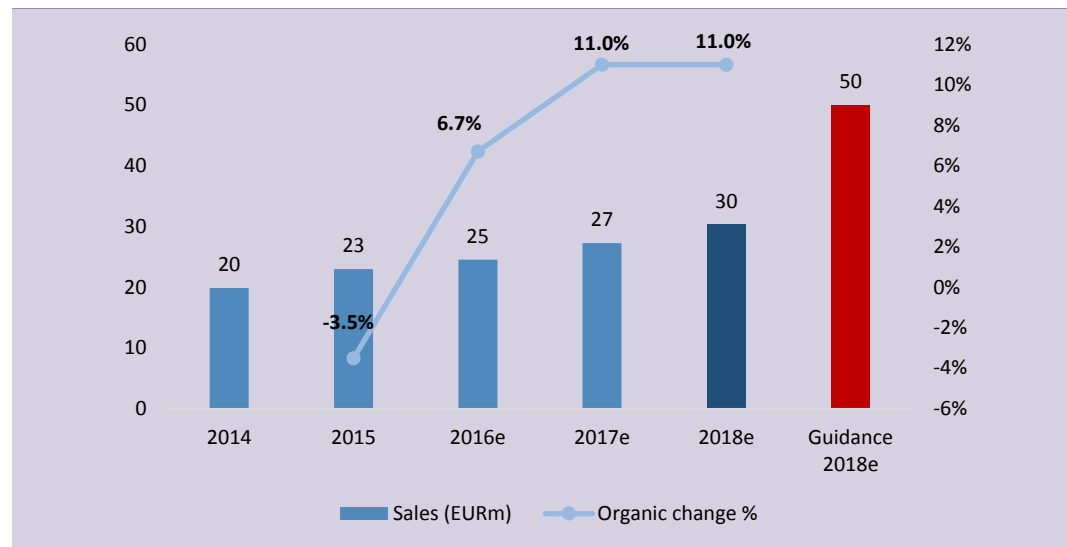
La performance du groupe dans ces pays est globalement satisfaisante. En **Espagne**, le groupe a affiché une progression de son CA de 3,6% en 2015 et de 4,3% au 9M 2016, notamment grâce à la refonte de la politique commerciale. **Les Etats-Unis** ont été impactés par un déstockage en 2015 et les changements 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

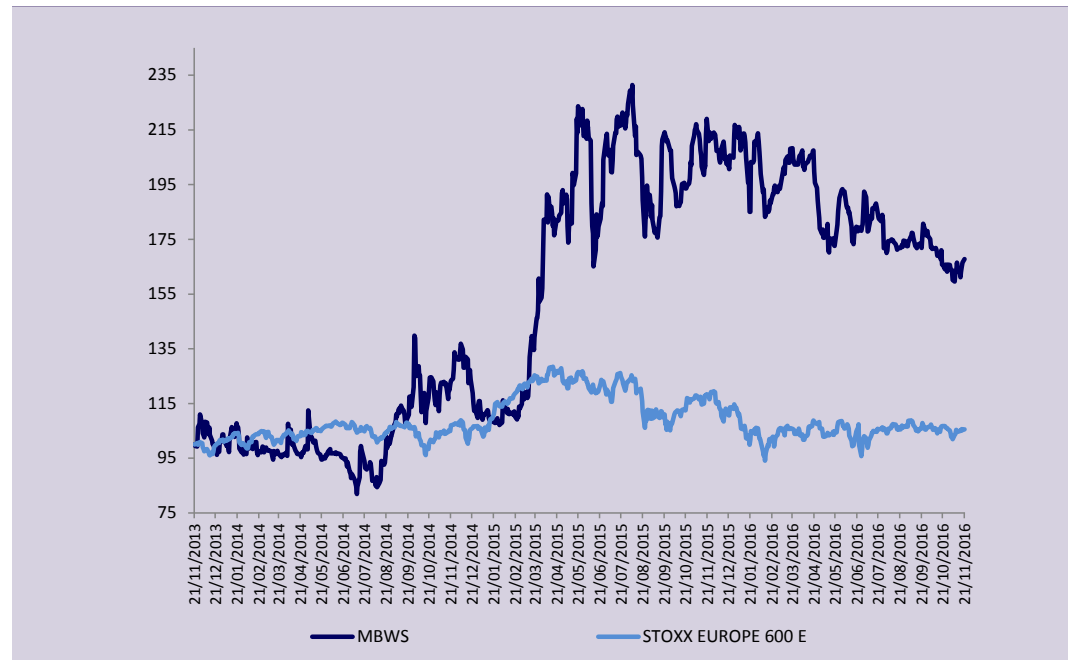
Le re-rating du titre a débuté en septembre 2014 avec l'arrivée du directeur général Mr Reynaud, la présentation de la première version du plan stratégique en décembre 2014, les premiers roadshows avec le management et les prises de participation de Diana Holding et Castel qui ont envoyé un signal positif 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

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 that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or 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 that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or 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 56.7%

NEUTRAL ratings 31.8%

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

Summary of Investment Research Conflict Management Policy is available



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.