



COTTIN FRERES

FR0000071854 - COTT

ACHAT. FV: 13,86€

Données boursières		K€	2006	2007e	2008e	2009e	2010e
Dern. Cours, €	11,11	Chiffre d'affaires	49 756	51 897	53 083	54 219	55 300
Vol moyen (3m):	559	Résultat opérationnel	2 874	3 370	3 515	3 687	3 836
Cap. Boursière, K€	24 968,8	Marge oper., %	5,8%	6,5%	6,6%	6,8%	6,9%
Nombre d'actions, K	2 247,4	Résultat net	1 607	2 057	2 179	2 307	2 409
Var. sur 1 an, €:	7,78 - 11,80	Marge nette, %	3,2%	4,0%	4,1%	4,3%	4,4%
VE, K€	28 306,8	BNA dilue, €	0,72	0,92	0,97	1,03	1,07
Disp., K€	820,0	P/E	15,5	12,1	11,5	10,8	10,4
Dettes, K€	4 158,0	VE/CA	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5

Source: Nexresearch.

NOTRE OPINION

EN UTILISANT UNE MOYENNE PONDEREE DU DCF, P/E 07, VE/EBITDA 07 ET APRES L'APPLICATION D'UNE DECOTE D'ILLIQUIDITE DE 20%, NOUS OBTENONS UNE FAIR VALUE DE 13,86€ PAR ACTION, 24,8% AU-DESSUS DU DERNIER COURS

RESUME - CONCLUSION

Cottin Frères est une entreprise bourguignonne de négoce de vin spécialisée dans le haut de gamme avec un chiffre d'affaires de 50 millions d'euros. Méconnue par le marché, la société stocke des appellations renommées comme du Gevrey Chambertin, des Pommard ou Meursault 1er cru achetées en vrac qu'elle revend in fine en bouteille à un prix variable selon la période de maturation. Disposant d'une large gamme pour satisfaire une clientèle exigeante, le groupe bénéficie d'une distribution sélective, que ce soit en magasin spécialisé ou dans les first class des plus prestigieuses compagnies aériennes mondiales, qui lui assure une visibilité commerciale importante.

La publication des résultats 2006 confirme les bons chiffres de 2005, le groupe a réalisé une croissance organique de 8,8% et une amélioration de son résultat opérationnel de 58%. Axant sa stratégie sur son implantation régionale pour ensuite valoriser celle-ci sur les marchés extérieurs, nous apprécions tout particulièrement la flexibilité de l'activité de négoce du groupe, qui bénéficie d'une souplesse dans le choix de sa production en fonction de la qualité de la récolte et qui s'expose moins au risque que le vigneron traditionnel.

Valorisé 6,3 fois son EBITDA 2007 sans aucune raison, nous initions la couverture de Cottin Frères avec une recommandation à l'achat et une fair value de 13,86€, soit 24,80% au dessus du dernier cours.

POINT FORTS

Des résultats solides :

Cottin confirme les bons résultats 2005 par une croissance organique de 8,8% en 2006. Nous noterons par ailleurs une augmentation significative de la marge opérationnelle passant de 4,0% à 5,8%.

Un positionnement haut de gamme :

Cottin Frères renforce sa présence dans le haut de gamme, notamment par l'acquisition en 2004 de la société Nicolas Potel, jeune exploitant mettant son expertise vinicole à la conception de vins d'exception ; force est de constater que depuis lors, la part des appellations premium dans les ventes de la maison est en hausse. Vitrine du groupe, la présence des vins représentés par sa filiale Labouré-Roi dans la plupart des *first class* des compagnies aériennes mondiales renforce la crédibilité du groupe auprès des amateurs de vins. Ce recentrage progressif vers le haut de gamme doit permettre, *in fine*, de bénéficier de meilleures marges.

Une activité de négoce efficace :

Cottin Frères privilégie le développement de son groupe par une stratégie de négoce particulièrement efficace. Le groupe appuie sa renommée par la possession d'un domaine et par une implantation locale, achetant en vrac et au meilleur prix des appellations prestigieuses comme le Gevrey Chambertin, des Meursault ou Pommard 1er Cru pour les stocker puis les revendre une fois la phase de maturation terminée. Ce système de négoce offre à la société une flexibilité importante dans sa politique d'achat et de stockage en fonction des cours du marché et de la qualité offerte et lui permet d'adapter ses volumes et sa durée de stockage en fonction de la demande.

Une politique d'expansion à l'international:

La maison concentre ses efforts de croissance vers des marchés étrangers à fort potentiel et où l'image de la marque Labouré-Roi, combinée à celle de la France lui assurent une notoriété importante.

Jouissant d'un ancrage local pour son approvisionnement, le groupe profite d'un marché extérieur particulièrement demandeur de vins français, notamment de Bourgogne. Sur la campagne vinicole 2005/2006, les exportations de Bourgogne ont ainsi progressé de 14,5% en volume et 9,4% en valeur, avec des appellations particulièrement recherchées comme le Chablis ou le Macon (respectivement +82,6% et +13,2% en valeur).

Bénéficiant pleinement de cette dynamique de la demande à l'export et compensant parfaitement un taux de change défavorable avec les États-Unis par son positionnement haut de gamme, Cottin réalise une très belle performance sur son exercice clôturé en septembre 2006 avec une croissance organique de 8,8%.

RISQUES

Un marché français concurrentiel et morose :

Cottin Frères réalise une part non négligeable de son chiffre d'affaires en France (30%) où les modes de consommation du vin ont profondément changé. Sur un marché atone et extrêmement concurrentiel, les opportunités de croissance sont faibles, tout comme les marges.

Un risque climatique important :

Bien qu'avant tout négociant, le groupe est tout particulièrement exposé aux aléas climatiques et aux variations de qualité et de prix des cépages d'une année à l'autre. Par ailleurs, les exigences de qualités requises par un positionnement haut de gamme renforcent ce risque.

L'émergence des vins du Nouveau Monde :

Si le positionnement des vins du nouveau Monde (Chili, Argentine, Australie...) n'est pas un danger pour l'instant, leur montée en gamme progressive risque d'accroître le niveau de concurrence à

moyen terme, non pas sur un marché français traditionnellement protectionniste mais bien sur l'étranger, qui représente à l'heure actuelle 70% des ventes du groupe, et où les consommateurs apprécient généralement ces nouveaux vins.

Une activité difficile à appréhender pour les investisseurs :

L'activité de négoce, qui constitue la majeure partie de l'exploitation du groupe est une activité difficile à comprendre, qui ne bénéficie pas de la même visibilité que l'exploitation vinicole traditionnelle. Ajouté au manque de communication de la direction financière du groupe, le titre est délaissé par le marché et peu liquide.

VALORISATION

En utilisant la moyenne pondérée de la méthode du DCF, des multiples de PER 07 et de VE/EBITDA 07 et après l'application d'une décote d'illiquidité de 20%, nous obtenons une fair value de 13,86€ par action, 24,80% au-dessus du dernier cours.

	Poids	Fair Value
Discounted Cash Flow	50%	14,9 €
Valorisation VE/EBITDA	25%	24,4 €
Valorisation P/E	25%	15,2 €
Moyenne Pondérée		17,33 €
Décote de 20% pour illiquidité		3,47 €
Fair Value		13,86 €

Source: Nexresearch.

DCF

Coût moyen pondéré du capital (WACC)	
Cours, €	11,15
Nombre d'actions, milliers	2 247,4
Capitalisation, K€	25 058,7
Dettes moyens et long terme, K€	5 805,0
Facteur bêta	1,1
Prime de risque du marche	6,0%
Taux sans risque	4,0%
Coût des capitaux propres	10,7%
Part des fonds propres dans l'entreprise	81%
Coût de la dette	4,50%
Taux marginal d'imposition	35,0%
Coût de la dette après impôt	2,9%
Part des dettes dans l'entreprise	18,8%
Coût moyen pondéré du capital (WACC)	9,2%
Taux de croissance a l'infini	1,5%

Source: Nexresearch.

K€	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
CA	51 897	53 083	54 219	55 300	56 323	57 283	58 177	59 084	60 006
croissance CA	4,3%	2,3%	2,1%	2,0%	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%
EBIT	3 370	3 515	3 687	3 836	3 983	4 125	4 264	4 330	4 398
marge EBIT	6,5%	6,6%	6,8%	6,9%	7,1%	7,2%	7,3%	7,3%	7,3%
EBIT*(1-tax)	2 190	2 284	2 395	2 492	2 587	2 680	2 770	2 813	2 857
+ Dotations aux amortissements	1 072	1 006	1 005	1 005	1 004	1 004	1 004	1 004	1 004
- Investissements nets	890	910	930	950	969	987	1 004	1 004	1 004
- Augmentation du BFR	642	356	341	324	307	288	268	272	277
= Free Cash Flow (FCF)	1 728	2 024	2 130	2 223	2 316	2 409	2 502	2 541	2 581
Valeur résiduelle (VR)									32 370

Source: Nexresearch.

Discounted Cash Flow	K€
Valeur présente de FCF	22 102
+Valeur présente de VR	14 635
= Valeur d'entreprise	36 737
- Dettes nettes	3 338
= Valeur	33 399
Valeur par action	14,9 €

Source: Nexresearch.

METHODE DES COMPARABLES

23-janv-07	Cours	Capit., millions	VE, millions	PE 2007	VE/EBITDA 2007
JEANJEAN	14,35 €	30,9 €	69,8 €	9,4	6,2
VRANKEN-POMMERY MO.	50,00 €	263,3 €	703,3 €	13,6	11,9
LAURENT PERRIER	78,10 €	464,4 €	720,7 €	16,3	13,1
REMY COINTREAU	50,35 €	2 290,0 €	2 927,3 €	23,3	15,8
BOIZEL CHANOINE	43,30 €	198,8 €	751,9 €	17,0	17,7
Médiane				16,64	13,08

Source: Nexresearch.

Valorisation P/E	K€
BNA 2007e, €	0,92
P/E comparable, 2007	16,64
Valeur par action	15,2 €

Source: Nexresearch.

Valorisation VE/EBITDA	K€
EBITDA 2007e	4 442
VE/EBITDA comparable, 2007	13,1
= Valeur d'entreprise	58 109
- Dettes nettes	3 338
= Valeur	54 771
Valeur par action	24,4 €

Source: Nexresearch.

PROJECTIONS FINANCIERES

(En milliers d'euros.)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Chiffre d'affaires	49 756	51 897	53 083	54 219	55 300	56 323	57 283	58 177
Achats de vins et matières sèches	-33 742	-34 459	-35 278	-36 087	-36 862	-37 600	-38 298	-38 954
Variation des stocks de vins et matières sèches	-2 331	-2 699	-2 760	-2 819	-2 876	-2 929	-2 979	-3 025
Marge brute	13 683	14 739	15 045	15 312	15 563	15 794	16 006	16 198
Autres achats et charges externes	-4 651	-5 379	-5 494	-5 557	-5 613	-5 660	-5 699	-5 730
Impôts et taxes	-788	-666	-681	-695	-709	-722	-735	-746
Charges de personnel	-4 600	-4 826	-4 937	-4 988	-5 032	-5 069	-5 098	-5 120
Variation des provisions	-135	-177	-181	-165	-168	-171	-174	-177
Dotations aux amortissements	-1 146	-1 072	-1 006	-1 005	-1 005	-1 004	-1 004	-1 004
Résultat opérationnel courant	2 363	2 619	2 747	2 902	3 036	3 167	3 296	3 422
Autres produits et charges opérationnels	511	751	768	785	801	815	829	842
Résultat opérationnel	2 874	3 370	3 515	3 687	3 836	3 983	4 125	4 264
Résultat financier	-397	-204	-161	-136	-128	-121	-113	-105
Résultat avant impôt	2 477	3 166	3 354	3 551	3 708	3 862	4 012	4 158
Impôt sur les bénéfices	-870	-1 109	-1 175	-1 244	-1 299	-1 353	-1 406	-1 457
Résultat net	1 607	2 057	2 179	2 307	2 409	2 509	2 607	2 702
Résultat par action :	0,72	0,92	0,97	1,03	1,07	1,12	1,16	1,20
Nombre moyen pondéré de titres en circulation	2 247	2 247	2 247	2 247	2 247	2 247	2 247	2 247

Source: Nexresearch.

NFinance Holdings est une société d'analyse et d'ingénierie financière dont les analystes adhèrent à l'éthique et aux normes du CFA Institute. Les informations exprimées dans cette étude sont soumises seulement à titre informatif et ne sont en aucune façon une offre ou une sollicitation d'acheter ou de vendre les instruments financiers mentionnés ci-dessus. Les informations exposées dans ces analyses et où études sont issues de sources dignes de foi. La responsabilité de NFinance Holdings ne saurait être engagée, directement ou indirectement, en cas d'erreur ou d'omission. Chaque utilisateur s'engage à effectuer de façon indépendante sa propre vérification des données ainsi que sa propre évaluation de l'opportunité et de l'adaptation à ses besoins des opérations proposées, notamment en ce qui concerne les aspects juridiques, fiscaux et/ou comptables. L'utilisateur reste ainsi seul maître de l'opportunité de ses propres investissements et dégage la société NFinance Holdings de toute responsabilité pour les informations, analyses, recommandations, tendances et ou idées de produits d'investissement que cette étude a pu exposer. Ni les analystes, ni NFinance ne possèdent de valeurs mobilières émises par les sociétés sujettes à nos analyses. Vous pouvez trouver plus d'information sur notre site Internet: www.nexresearch.fr.

En applications des règlements de l'AMF et du codes des sociétés et des marchés financiers, nous publions les informations suivantes : Montages d'opérations financières : néant, intérêt personnel de l'analyste : néant, prestations de conseils : néant, communications préalable à l'émetteur : non.

Ce document ne peut pas être distribué au Royaume Unis, sauf aux personnes autorisées ou exemptées sous le UK Financial Securities Act 186 et l'article 11 (13) du Financial Securities Act.

Ce document ne peut pas être distribué ou disséminé au États Unis ou dans ses possessions. Les valeurs mobilières sujet de cette étude non pas été enregistrés avec le Securities and Exchange Commission et envoyer cette étude à un résident des États Unis est interdit.