

Louvain School of Management

L'analyse fondamentale des actions (métier d'analystes financiers)

Analyse de Pernod Ricard

Auteur : Jérôme HENDERICKX
Promoteur : Philippe GREGOIRE
Année académique 2023-2024
Mémoire en vue d'obtenir le titre de
Master [120] en sciences de gestion, à finalité spécialisée
Horaire de jour

REMERCIEMENTS

Je tiens à remercier toutes les personnes qui ont, de près ou de loin, contribué à l'élaboration de ce mémoire, en particulier mon promoteur M. Philippe Grégoire pour son aide et ses précieux conseils.

Je suis également reconnaissant envers toutes les personnes qui m'ont soutenu durant cette importante épreuve, notamment mes parents, mes amis et la super équipe dans laquelle j'ai réalisé mon stage.

Table des matières

1	Introduction	1
2	Revue de littérature	2
3	Analyse stratégique	4
3.1	Présentation de la société	4
3.2	Activités	4
3.3	Dynamique du secteur et tendances du marché	6
3.3.1	La premiumisation	6
3.3.2	Les RTD's (Ready-To-Drink cocktails)	7
3.3.3	Le peu/sans-alcool	7
3.3.4	Les distilleries artisanales (craft distilleries)	8
3.3.5	Le commerce en ligne et les réseaux de distributions DTC (Direct-To-Consumer)	8
3.4	Position par rapport aux concurrents et avantages concurrentiels	9
3.5	Vision et stratégie	9
3.6	Durabilité et transition	11
3.6.1	Durabilité	11
3.6.2	ESG	12
3.6.3	Objectifs et risques climatiques	13
3.7	Analyse SWOT	14
3.7.1	Forces	14
3.7.2	Faiblesses	15
3.7.3	Opportunités	16
3.7.4	Menaces	16
4	Analyse financière	17
4.1	Variables critiques	17
4.1.1	Variables internes	17
4.1.1.1	Les capital expenditures (abrégées CAPEX ou Capex)	17
4.1.1.2	L'endettement	18
4.1.1.3	Les fusions-acquisitions	18
4.1.2	Variables externes	18
4.1.2.1	Le prix des matières premières	18
4.1.2.2	Les taux de change	19
4.1.2.3	L'impact climatique	19
4.2	Analyse du compte de résultats	20
4.3	Analyse du bilan	21
4.4	Analyse du cash-flow statement	23
5	Projections et valorisation de l'entreprise	24
5.1	Projections	24
5.1.1	Revenus	24
5.1.2	Marge brute	25

5.1.3	Charges d'exploitation	25
5.1.4	Dépenses en intérêts	27
5.1.5	Taux d'imposition	27
5.1.6	Dépenses en capital (<i>Capex</i>)	27
5.1.7	Dépréciations et amortissements (D&A).....	28
5.1.8	Besoin en fonds de roulement (BFR)	28
5.2	Valorisation par les flux de trésorerie actualisés (<i>DCF</i>).....	29
5.2.1	Coût moyen pondéré du capital (<i>WACC</i>)	29
5.2.1.1	Taux sans risque et market risk premium.....	29
5.2.1.2	Beta.....	29
5.2.1.3	Ratio dettes/fonds propres (D/E ratio)	30
5.2.1.4	Coût des fonds propres (Cost of equity)	30
5.2.1.5	Coût de la dette (Cost of debt)	30
5.2.2	<i>EBIT</i> projetés.....	30
5.2.3	<i>Free Cash Flows</i> actualisés	31
5.2.4	Valeur terminale (<i>Terminal Value</i>).....	31
5.2.4.1	Taux de croissance terminal (TGR)	31
5.2.4.2	Multiple de sortie (Exit multiple)	31
5.2.5	Valeur des fonds propres (<i>Equity value</i>) et prix de l'action (<i>Share price</i>).....	32
5.3	Valorisation par les multiples	32
5.3.1	Multiple <i>EV/Revenues</i>	32
5.3.2	Multiple <i>EV/EBITDA</i>	33
5.3.3	Multiple <i>EV/EBIT</i>	33
5.3.4	Multiple <i>P/E</i>	33
5.4	Recommandation	34
5.5	Scénarios alternatifs	34
5.5.1	Scénario « Vent en poupe »	34
5.5.2	Scénario « Croissance en péril »	35
5.6	Stock reputation	35
5.6.1	Comportement du prix de l'action.....	35
5.6.2	Qualité de la structure des actionnaires	36
5.6.3	Gouvernance et focus sur la création de valeur pour les actionnaires	36
5.6.4	Focus social et environnemental	36
5.6.5	Communication et cohérence	37
6	Conclusion	37
7	Bibliographie	38
8	Annexes	42
8.1	Calcul du coût moyen pondéré du capital (<i>WACC</i>)	42
8.2	Projections du scénario « vent en poupe »	42
8.3	Résultat de la valorisation par la méthode <i>DCF</i> du scénario « vent en poupe » (multiple).....	42

8.4	Résultat de la valorisation par la méthode DCF du scénario « vent en poupe » (TGR).....	42
8.5	Projections du scénario « croissance en péril ».....	43
8.6	Résultat de la valorisation par la méthode DCF du scénario « croissance en péril » (TGR).....	43
8.7	Résultat de la valorisation par la méthode DCF du scénario « croissance en péril » (Multiple).....	43
8.8	Multiples des pairs utilisés dans la méthode de valorisation par les multiples	43

1 Introduction

L'analyse financière, et plus particulièrement l'analyse fondamentale, est une compétence essentielle de tout bon financier. Son utilisation est omniprésente dans le monde de la finance, en particulier dans l'analyse des investissements. Bien que reposant sur des méthodes bien définies et adoptées de manière globale dans l'industrie, l'exercice de valorisation suppose une part importante de subjectivité au travers d'hypothèses, de jugements personnels ou encore de modèles financiers. Celle-ci implique également une part importante d'incertitude, inhérente à la réalisation de projections d'évolutions futures. Parmi les grands noms de l'analyse fondamentale, on peut citer les mastodontes Aswath Damodaran ou Warren Buffet, dont les méthodes et résultats servent aujourd'hui encore de référence dans l'industrie. C'est sur leurs apports que se construit ce mémoire, y ajoutant la part de subjectivité nécessaire à cet exercice et permettant l'apport d'une valeur ajoutée personnelle.

Ainsi, ce mémoire tentera de fournir une recommandation à l'achat ou à la vente de l'action de l'entreprise française Pernod Ricard SA. Cette recommandation s'appuiera sur l'analyses de plusieurs éléments de la société : l'analyse stratégique de l'entreprise, incluant ses activités, les tendances de son secteur, sa stratégie, mais également les risques qu'elle supporte. L'analyse financière, dont l'objectif sera d'identifier des variables dites « critiques » et d'observer l'évolution des trois différents états financiers. Enfin, les projections et la valorisation constitueront les éléments centraux de ce mémoire, développés à partir de raisonnements personnels et tenant compte des deux analyses précédentes.

Toutefois, il est nécessaire de garder en tête que les marchés financiers évoluant chaque jour, certaines informations peuvent considérablement affecter les interprétations établies dans ce mémoire. Le prix obtenu est donc un prix « à la date du jour », qui tient compte des informations disponibles à la date d'écriture. L'exercice de valorisation permettra cependant de comprendre les variables et tendances qui peuvent influencer ce prix à la hausse ou à la baisse.

2 Revue de littérature

Dans son ouvrage sur les fondements de l'analyse financière, Jean-Claude Juhel (2012) définit cette dernière comme l'« *ensemble des techniques d'investigation des documents comptables et financiers d'une organisation productive, utilisées pour établir un diagnostic financier. Le jugement motivé reposant sur l'analyse financière permet d'envisager le maintien ou la réorientation de la politique générale de l'entreprise, de sa stratégie ou de l'une de leurs composantes (financière, commerciale, production, approvisionnement, RG, GRH, etc.)* ». Tandis que la première partie de la définition établit une notion générale de ce qu'est l'analyse financière, nous remarquons que la deuxième partie de cette définition sous-entend une pratique qui serait effectuée par et pour l'entreprise productive.

A cet égard, le regard apporté plus tard par De la Bruslerie (2014) vient apporter une nuance essentielle à cette approche très interne de l'analyse financière. En effet, ce dernier suppose que, malgré l'utilisation d'outils et de méthodes largement semblables et une vue identique sur les concepts de performance et rentabilité, différentes parties prenantes suggèrent différentes interprétations d'une même analyse. Ainsi, le prêteur de fonds se concentrera sur l'analyse de crédit et la capacité à rembourser de son emprunteur et le diagnostic boursier établira une comparaison entre prix et valeur qui servira de base dans la décision d'acheter ou de vendre. L'auteur souligne cependant que toutes ces analyses comportent un élément commun : l'analyse de la richesse et de la création de la valeur.

C'est ce concept de valeur qui nous animera tout au long de ce mémoire. En effet, selon Bayle & Swchartz (2005), l'analyse financière peut être divisée en deux catégories : d'un côté l'analyse dite « fondamentale », qui suppose l'existence d'une « vraie » valeur ou valeur « intrinsèque » d'un actif pouvant être calculée à partir de l'estimation de la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs. Cette valeur est ensuite comparée au cours de bourse actuel afin de fournir une recommandation à l'achat ou à la vente. Cette méthode suppose une première analyse macroéconomique de l'environnement de l'entreprise, en particulier de son secteur d'activité. Les états financiers de l'entreprise sont ensuite utilisés comme source de données dans les calculs de valorisation (Baresa et al., 2013). D'un autre côté, l'analyse dite « technique », qui repose sur l'analyse historique des fluctuations de cours de bourse d'un actif dans le but d'y déceler des tendances et phénomènes récurrents. Ces tendances permettent ensuite d'établir des prévisions quant à l'évolution future du prix de l'actif, en supposant que les évolutions passées se répètent dans le temps. Cette analyse ne repose donc sur aucune étude

de l'entreprise à proprement parler, seul le cours de bourse est envisagé (Bayle & Schwartz, 2005).

C'est donc sur la première catégorie – soit l'analyse « fondamentale » - que se concentrera ce mémoire. Notre première approche se basera sur l'estimation de la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs, comme cité précédemment. Pour ce faire, la méthode des *discounted cash flows* (DCF) s'appuiera sur la projection de ces flux futurs, auxquels une décote sera appliquée via un taux d'actualisation qui représente le risque de ces *cash flows* (Reilly & Damodaran, 1995). Cette méthode permet ainsi d'estimer la valeur de l'entreprise dans son ensemble (*firm value*), qui devra dès lors être corrigée du cash et la dette présente dans l'entité afin d'obtenir la valeur des fonds propres (*equity value*) nécessaire au calcul du prix de l'action.

La seconde méthode que nous utiliserons est la valorisation dite « relative » car celle-ci repose sur la comparaison avec des entreprises équivalentes actives dans le même secteur. Ainsi, cette méthode déterminera la valeur de notre entreprise à partir d'une variable commune. Concrètement, cela se traduira par l'utilisation de multiples calculés pour plusieurs entités. Dans ce sens, la valorisation relative n'a donc plus pour but d'estimer une « juste » valeur à partir de prédictions futures, elle fait confiance au bon jugement du marché (Reilly & Damodaran, 1995).

Ensemble, ces méthodes sont dites « fondamentales » car se basant sur les caractéristiques financières de l'entreprises : ses perspectives de croissance, ses *cash flows*, son profil de risque. Elles ont pour but d'établir un prix cible ou *target price* représentant un objectif de cours à court ou moyen terme du prix de l'action. Toute valeur estimée qui dévierait du cours de bourse actuel sous-entendrait une surévaluation ou sous-évaluation qui, selon l'hypothèse des marchés efficient, serait corrigée dans un laps de temps raisonnable, induisant ainsi un potentiel de gain exploitable (Reilly & Damodaran, 1995).

3 Analyse stratégique

3.1 Présentation de la société

Pernod Ricard est une entreprise française fondée en décembre 1975 par la fusion de Pernod et Ricard. Le groupe est spécialisée dans la production et la distribution de vins et spiritueux. Il commercialise de nombreuses marques d'alcool, incluant notamment le pastis Ricard, le rhum Malibu, le whisky Jameson ou encore la vodka Absolut. Le groupe est numéro trois mondial des spiritueux, se positionnant derrière le chinois Kweichow Moutai (presque uniquement présent en Chine – 19 milliards d'euros de chiffre d'affaires en 2023) et le britannique Diageo (possédant notamment la bière Guinness, le rhum Captain Morgan et la vodka Smirnoff – 19 milliards d'euros de chiffre d'affaires en 2023). Le siège du groupe est situé à Paris et ses actions sont cotées sur Euronext Paris (Zonebourse, 2024).

3.2 Activités

Le groupe possède plus de 240 marques au total, couvrant un important éventail d'alcool différents. Pour les lister, Pernod Ricard possède des marques dans les whiskies (dont le scotch whisky, single malt whisky, whisky irlandais, whisky canadien et autres), la vodka, le gin, la tequila, le cachaça, les amers, les apéritifs anisés et pastis, le cognac, le brandy, les liqueurs, le rhum et de nombreux vins et apéritifs à base de vins (australiens, californiens, espagnols, néo-zélandais, argentins, Champagne, vins pétillants et apéritifs) (Pernod Ricard, 2023).

Les activités de l'entreprise se divisent en cinq groupes distincts :

- Les marques stratégiques internationales (63,4% du CA) : Références dans leur catégorie et représentant la part la plus importante de l'activité du groupe, elles disposent également d'un important potentiel international. La branche affichait 11% d'évolution par rapport à 2022, portée par une forte dynamique sur son portefeuille de scotch et ses marques Martell, Jameson et Absolut.
- Les marques stratégiques locales (17,7% du CA) : Spécifiques à certains marchés dans lesquelles elles sont solidement ancrées, elles constituent un atout pour la stratégie de distribution. Cette branche affichait une croissance robuste de 10%, notamment grâce aux whiskies indiens Seagram et à Olmeca.
- Les marques spécialités (6,2% du CA) : Répondant à une demande croissante de produits artisanaux (« craft »), elles offrent une proposition de valeur unique et cohérente avec les tendances de consommation. Cette activité montrait une croissance

de 8%, poursuivant sa bonne dynamique, en particulier Lillet, Aberlour, Malfy et Spot Range.

- Les vins stratégiques (3,9% du CA) : Courant un large éventail de terroirs et de caractères et répondant aux occasions plus formelles. La branche affichait une performance mitigée marquée par un recul de 2%, notamment pour ses marques Jacob's Creek et Campo Viejo au Royaume-Uni et en Amérique du Nord.
- Les autres (8,6% du CA)

On peut également noter que chacune des catégories ci-dessus incluent des « marques prestige ». Couvrant les grandes catégories du luxe, il s'agit du portefeuille le plus compétitif du secteur (Pernod Ricard, 2023).

En termes de marché, le chiffre d'affaires du groupe se répartissait comme suit au 30 juin 2023 :

- Asie et reste du monde : 42,8%
- Amérique du Nord et du Sud : 28,7%
- Europe : 28,5%

Notons également à travers ces chiffres la part importante générée par le *GTR* ou *Global Travel Retail*, ce dernier désignant l'ensemble des activités commerciales réalisées à l'occasion des voyages. Il concerne principalement les commerces et l'ensemble des activités marchandes présents dans les gares et les aéroports, en zone détaxée (*duty-free*) ou non (E-marketing.fr, 2013).

Au niveau des canaux de distribution, on distingue deux canaux distincts, les canaux *on-trade* qui concernent les consommations faites sur place dans les bars, restaurants, hôtels, boîtes de nuits. Les canaux *off-trade* quant à eux concernent les lieux vendant des spiritueux pour une consommation en dehors du lieu d'achat tels que les supermarchés, les magasins d'alcool ou les boutiques en ligne (Spirits Beacon, s. d.). Il est important de garder cette distinction en tête, en effet, les entreprises du secteur poursuivent régulièrement des stratégies différentes visant à influencer l'un ou l'autre canal.

Concernant la structure de l'actionnariat, la plus grande part est détenue par la famille Ricard avec près de 15% du capital flottant, suivi par la société d'investissement belge Groupe Bruxelles Lambert avec 6,7% des actions. Le reste de l'actionnariat se compose principalement d'autres sociétés/fonds d'investissement européens ou américains.

3.3 Dynamique du secteur et tendances du marché

Selon un rapport de Mordor Intelligence, la taille du marché des spiritueux est estimée à près de \$620 milliards en 2024, et devrait atteindre plus de \$825 milliards en 2029, représentant un CAGR de 5,91%. Actuellement, le marché le plus important est l'Amérique du Nord tandis que le marché Asie-Pacifique est celui qui croît le plus rapidement. Le marché est également fortement concentré, dominé par cinq acteurs principaux : Diageo, Pernod Ricard, Brown-Forman, Beam Suntory et William Grant & Sons.

Ces entreprises leaders prennent principalement des mesures visant à étendre géographiquement leurs activités, en établissant de nouvelles usines de production et en lançant des produits populaires dans différents pays afin d'augmenter les ventes et améliorer la présence de la marque. Elles investissent également en recherche et développement, introduisant des innovations en matière de produits, mais aussi des expansions et des partenariats stratégiques avec d'autres marques. Par ailleurs, les activités de fusions-acquisitions sont très présentes dans le secteur dans le but d'augmenter les ventes et répondre aux demandes des clients (Mordor Intelligence, 2023).

Le marché est actuellement caractérisé par de nombreuses tendances ayant émergées durant la pandémie de Covid-19, mais aussi par d'autres tendances s'inscrivant dans le plus long terme et liées à de plus larges problématiques, tels que l'intérêt important donné aux questions de santé, de bien-être et de durabilité (Bland, 2022). D'autres tendances affectent également le marché, celles-ci sont générées par un spectre plus large lié à l'environnement macro-économique et les innovations technologiques.

3.3.1 La premiumisation

Cette démarche consiste à faire monter un gamme un produit ou service existant, à le proposer sous une version « luxe » ou à le décliner sous formes dites premium (Barthelot, 2021). Cette tendance est caractérisée par une préférence accrue des consommateurs vers des produits premium et super-premium. Elle peut être expliquée par plusieurs facteurs comme l'augmentation du revenu disponible des ménages, le désir pour une expérience unique et authentique ou encore l'attrait croissant pour les produits organiques et durables (Jain & Deshmukh, 2023). En promouvant cette tendance, le secteur des spiritueux met l'accent sur une augmentation de la valeur des ventes et non sur leur volume, entretenant alors une relation sensible et modérée avec la consommation d'alcool (Spirits Europe, s. d.). Bien que cette tendance ait fortement influencé les stratégies des acteurs de l'industrie – les acquisitions

opérées par Pernod Ricard ces trois dernières années étant exclusivement des marques super-premium/ultra-premium (Pernod Ricard, 2023) – il semblerait que les pressions récentes relatives au contexte économique entraînent le ralentissement de la tendance, en particulier aux Etats-Unis (Felden, 2023). Comme rapporté par le PDG d'IWSR Mark Meek : « *Les tendances clés qui ont soutenu l'industrie, telles que la premiumisation, évolueront à mesure que les consommateurs réagiront à la crise de l'augmentation du coût de la vie. Toutefois, le secteur continuera d'offrir des poches de croissance significative en termes de valeur* ». Il ajoute cependant que sur les marchés matures, la premiumisation "*semble être ancrée dans les comportements d'achat des consommateurs*", bien que "*à des taux de croissance plus lents*".

3.3.2 Les RTD's (Ready-To-Drink cocktails)

Les *RTD's* sont des boissons prémixées directement prêtes à être ouvertes et bues (Overproof, 2022). Les données fournies par l'IWSR prévoient un CAGR global en valeur de 8% entre 2022 et 2026 (IWSR, 2022). Cette tendance est d'autant plus prononcée pour les *RTD's* à base de spiritueux. Selon Pernod Ricard, leur croissance n'est pas surprenante du fait qu'elles s'alignent avec les préférences actuelles d'accessibilité, de commodité ou encore de gratification instantanée des consommateurs. Elles permettent également d'étendre les moments de convivialité à tous les environnements (Pernod Ricard, 2022). Ces *RTD's* bénéficient de plus du phénomène de premiumisation, les produits premiums présentant la plus grande croissance tout en étant proposé en plus petits volumes avec des prix de plus en plus élevés (IWSR, 2022). Alexandre Ricard, PDG de Pernod Ricard, rapportait en 2023 : « *C'est devenu une catégorie haut de gamme et, pour les spiritueux, c'est un excellent moyen de recruter des gens pour la franchise [la marque] ; nous avons donc des propositions de RTD, et nous en développons un certain nombre* ». On peut également souligner que les RTD permettent à la marque de réaliser une double marge en facturant une prime supplémentaire pour leur commodité (Emler, 2023). En 2022, le groupe Pernod Ricard annonçait un objectif de 10 à 15% de contribution des *RTD's* aux ventes globales dans les cinq prochaines années (Pernod Ricard, 2022).

3.3.3 Le peu/sans-alcool

Ces dernières années les boissons sans ou avec peu d'alcool (*No and Low-alcohol beverages* ou également surnommées *NoLo alcohol*) sont sur la pente ascendante, alimentées par un désir de consommer plus sain et avec modération. Ces boissons incluent traditionnellement des boissons alcoolisées dont on retire une partie ou la totalité d'alcool lors de leur fabrication. Leur classification peut également varier selon les législations des différents pays (Roughan, 2022). Les données de l'IWSR prévoient un CAGR de +7% entre 2022 et 2026, le marché ayant déjà

franchi la barre des \$11 milliards en 2022. La branche des *RTD's* et spiritueux sans alcool afficherait quant à elle une croissance de 14% par an (IWSR, 2022). Comme cité précédemment, plusieurs raisons incitent les consommateurs - en particulier la plus jeune génération - à se tourner vers ce genre de solutions : un intérêt grandissant pour les questions de santé ou encore une volonté d'éviter les effets néfastes d'une consommation trop importante. Ces boissons sont aussi plus facilement accessibles, mieux acceptées socialement et présentent une plus large palette de styles et goûts (Roughan, 2022). Pernod Ricard suit également la tendance ; récemment, le groupe a annoncé le lancement de la déclinaison sans alcool de son célèbre Beefeater London Dry Gin, l'une de ses marques les plus prestigieuses (Pernod Ricard, 2024).

3.3.4 Les distilleries artisanales (craft distilleries)

Bien qu'il n'existe pas de définition universelle, les spiritueux artisanaux peuvent être décrits comme des spiritueux fabriqués à la main et produits normalement par de petites distilleries utilisant souvent des ingrédients et matériaux d'origine locale (Lyon, 2019). Ces distilleries doivent également distiller et embouteiller sur site et sont sujettes à un quota de 750 000 gallons par an (Wilson, s. d.). Selon un rapport de Mordor Intelligence, le marché des spiritueux artisanaux atteindrait aujourd'hui près de \$20 milliards et devraient atteindre plus de \$31 milliards en 2029, représentant un CAGR de 10% sur les cinq prochaines années (Mordor Intelligence, 2023). Selon Lyon (2019), l'innovation émanant de ces spiritueux artisanaux est unique, proposant de la variété et l'art à un public qui considère ces produits comme du luxe. De plus, ces distilleries répondent aux préférences de durabilité, implémentées au travers du packaging et des matériaux utilisés ainsi que de leur caractère local. En guise d'exemple, Our/Vodka est une unité de Pernod Ricard distillée localement dans des micro-distilleries et commercialisé ensuite sous la division locale de la marque (Our/London, Our/Los Angeles) (Wilson, s. d.).

3.3.5 Le commerce en ligne et les réseaux de distributions DTC (Direct-To-Consumer)

Ayant décollé durant la pandémie, les ventes en lignes devraient continuer à croître rapidement (Bland, 2022). Les prédictions de l'IWSR suggèrent que la contribution des ventes en ligne au marché total atteindrait \$40 milliards d'ici 2026 (soit un CAGR de 34% par rapport à 2021) (IWSR, 2021). Les réseaux de distribution *DTC* constituent une stratégie par laquelle l'entreprise vend ses produits aux consommateurs sans passer par des intermédiaires. Cette stratégie s'est récemment rapidement démocratisée à l'industrie des spiritueux, surmontant les obstacles culturels et réglementaires qui existaient jusque lors. Elle possède également peu de

barrières à l'entrée, offre plus de contrôle sur l'expérience client, une gestion plus optimisée de la distribution et un accès à une audience plus large (BigCommerce, 2020). En septembre 2022, Pernod Ricard a par ailleurs lancé une nouvelle entité business dont l'objectif est spécifiquement de faire croître ses canaux *DTC* et d'accompagner leur expansion géographique (Pernod Ricard, 2022).

3.4 Position par rapport aux concurrents et avantages concurrentiels

Comme cité précédemment, Pernod Ricard est numéro trois mondial des spiritueux. Cependant, le groupe Kweichow Moutai étant exclusivement présent en Chine, on peut choisir de considérer Pernod Ricard comme deuxième mondial derrière Diageo. En 2019, l'anglais détenait 19 pourcents de part de marché en valeur, contre 12 pourcents pour le groupe français (en ne prenant en compte que les spiritueux vendus internationalement).

L'un des avantages concurrentiels souvent mentionné par le groupe est qu'il possède le portefeuille premium le plus complet, représentant la plus grande part de marché des spiritueux premium, super-premium et luxe (MasterBourse, 2023). Dans son rapport annuel, l'entreprise rapporte que ce large éventail de marques lui permet de maintenir une croissance diversifiée et une certaine résilience vis-à-vis des conjonctures économiques. Pernod Ricard possède également le réseau de distribution le plus complet, s'étendant sur 75 marchés et apportant une croissance géographique équilibrée. Enfin, le groupe se démarque par sa « culture unique », qui lui permet de rester attractive par rapport à ses collaborateurs actuels et potentiels. Il se veut également sur les nouvelles technologies et l'utilisation des données et intelligence artificielle afin d'optimiser sa gamme (Pernod Ricard, 2023).

3.5 Vision et stratégie

Dans son rapport de 2023, l'entreprise communique clairement sa vision et stratégie de croissance, mettant l'accent sur différents points qu'elle souhaite renforcer ou développer davantage dans le futur. Ainsi, elle entend miser sur ses fondamentaux à travers trois objectifs :

- Renforcement sur le segment prestige : l'objectif est de « *gagner des parts de marché dans le segment en renforçant notre position dans les régions et les catégories de clientèle les plus attractives* ». Pour cela, elle compte miser sur une valorisation de son portefeuille de marque de prestige, sa présence mondiale et la puissance de ses marques. Ceci prend notamment la forme d'une prise de participation majoritaire dans Codigo (tequila ultra premium) ou encore l'accélération de sa marque Royal Salute (whisky de luxe) dans différents marchés.

- Efficacité du portefeuille, de la distribution (route-to-market) et des frais publicitaires : en d'autres mots, cela se traduit par « *mettre en avant le bon produit, au bon endroit et au bon moment* » en ayant recours à des outils digitaux alimentés par les données. Concrètement, Pernod Ricard suggère d'optimiser ses investissements sur les canaux, les campagnes ou les périodes de l'année les mieux adaptés.
- Optimisation du pricing : l'objectif consiste à utiliser à nouveaux les outils digitaux pour maximiser la capacité à fixer les prix à travers une stratégie de positionnement et de promotion ciblée. Cela passe par un examen détaillé et un ajustement des prix ainsi qu'un suivi de l'indice des prix dans les marchés ciblés.

Par ailleurs, le groupe souhaite également élargir ses horizons en développant d'autres segments :

- Expériences et services : Pernod Ricard souhaite étendre son activité au-delà du simple produit, notamment en valorisant les Maisons de ses marques ou en nouant des partenariats spécifiques. Récemment le groupe a lancé « The Experience Distillery », une nouvelle unité dédiée à la création d'expériences et d'événements uniques autour de la convivialité.
- Distribution (*route-to-consumer*) : l'entreprise désire étendre ses réseaux de distribution en multipliant les points de contact et en enrichissant l'expérience d'achat. Elle cite comme exemples sa présence accrue sur le marché des repas d'affaires en Chine, l'expansion de son Cercle VIP ou encore le déploiement de sa plateforme Easy 24 permettant des commandes simplifiées auprès des grossistes.
- Nouveaux produits et nouvelles catégories : le groupe entend « *innover à grande échelle avec des produits et catégories qui captent l'air du temps et répondent aux envies du consommateur* ». Grâce à ses plateformes d'innovation, des entités dédiées ou des acquisitions, il espère capter les tendances émergentes, notamment à travers le lancement de nouveaux spiritueux aromatisés, le développement d'un portefeuille de référence sans alcool, ou la prise de participation dans diverses entreprises couvrant des RTD's ou whiskeys aromatisés.

(Pernod Ricard, 2023)

En vue des dynamiques et tendances du secteur mentionnés précédemment, on peut noter que la stratégie du groupe est cohérente. Le groupe est présent sur tous les concepts en vogue, que ce soit le sans alcool, les RTD's ou encore sa position en matière de premiumisation. Il est

intéressant de souligner que le secteur étant régi par de nombreuses acquisitions, il reste aisé pour les grands de l'industrie d'entrer ou de renforcer certaines tendances par la prise de participation dans d'autres marques.

Au niveau de la gouvernance, le groupe possède une structure assez unique marquée par une forte décentralisation et autonomie de ses marques. Ainsi, tandis que l'entité principale s'occupe de la direction générale et définit les grandes lignes de la vision du groupe, six sociétés de marque sont responsables de l'élaboration de la stratégie globales des marques et le développement de solutions d'activation : The Absolut Company, Chivas Brothers, Martell Mumm Perrier-Jouët, Irish Distillers, Pernod Ricard Winemakers et Havana Club International.

3.6 Durabilité et transition

3.6.1 Durabilité

L'entreprise française définit sa vision comme suit : « *Nous cultivons la magie des relations humaines en « préservant pour mieux partager* » ». Sa mission est quant à elle de « *créer les conditions pour qu'une convivialité durable et responsable puisse s'épanouir* ». Dans les deux mantras, on peut surligner la présence de mots liés au champ lexical de la durabilité. Ainsi, sur le papier, on peut imaginer que cette notion est au cœur de la stratégie du groupe. Dans son rapport annuel, Pernod Ricard insiste également sur quatre différents piliers de durabilité :

- Préserver nos terroirs : en tant qu'exploitant agricole, il est primordial que les activités de Pernod Ricard suivent une démarche durable, mettant l'accent sur l'agriculture régénératrice
- Valoriser l'humain : le terme reprend les questions de diversité et d'inclusion ainsi que le bien-être au travail
- Agir circulaire : cela inclut les différents efforts environnementaux, tant en termes d'émissions qu'en termes de déchets et d'emballages
- Être responsable : le pilier renvoie principalement aux problématiques d'abus d'alcool et de consommation responsable

Concernant les risques supportés par l'entreprise, le rapport annuel inclut une analyse de matérialité simple. Le groupe remplissant déjà les critères du *Non Financial Reporting Directive (NFRD)*, il sera contraint à partir de l'année 2024 (rapport publié en 2025) de répondre aux questions de double matérialité concernant les risques supportés.

Actuellement, les risques mentionnés dans la matrice de simple matérialité étant le plus susceptible d'avoir un impact dans celle de double matérialité sont :

- Réchauffement climatique et dommages causés à l'environnement
- Contamination toxique
- Environnement et réglementation anti-alcool
- Risques liés aux enjeux RSE
- Santé et sécurité des personnes

Ces cinq points représentent, en plus d'avoir un impact sur les activités du groupe, un risque considérable sur la population et l'environnement. En effet, il est facile de comprendre comment une contamination toxique des produits pourraient entraîner non seulement un préjudice commercial et opérationnel pour les marques, mais également un grave problème de santé publique affectant tant les consommateurs que l'environnement.

3.6.2 ESG

En termes d'ESG l'analyse fournie par Morningstar attribue à l'entreprise une note de 17.8/100, soit un risque ESG faible. Pour ordre d'idée, une note située entre 0 et 10 représente un risque ESG négligeable tandis qu'une note de plus de 40 représente un risque ESG sévère. La répartition des risques serait de 27% pour les enjeux environnementaux, 35% pour les enjeux sociétaux, et 38% en matière de gouvernance. Le site juge également le risque d'exposition (défini comme l'exposition aux risques ESG en fonction de l'industrie, du business model, des opérations, gammes de produits et controverses) à 45.3/100, représentant ainsi une exposition moyenne. Enfin, Morningstar évalue le risque carbone pouvant impacter la performance financière comme faible avec un score de 3/100 (Morningstar, s. d.).

Le site Zonebourse quant à lui attribue la note de C+, comparé à une note de A- pour Diageo et une note de B pour Brown-Forman (Zonebourse, 2024). Cette détérioration est principalement expliquée par un haut score de polémique (D+) résultant des récentes enquêtes anti-dumping lancés par la Chine concernant l'importation de spiritueux en provenance de l'Union Européenne, entraînant également une forte chute du cours de l'action Pernod Ricard (Servoz, 2024).

Enfin, Bloomberg lui attribue un score de 4,36, situant ainsi l'entreprise dans le meilleur quartile par rapport à son secteur (distillateurs et vignerons). La décomposition du score suggère un score environnemental de 5,27 (meilleur quartile), un score social de 2,59 (supérieur à la médiane) et un score de gouvernance de 6,23 (meilleur quartile). L'analyse approfondie de l'élément climatique considère l'entreprise comme un faible contributeur au changement climatique en raison des faibles émissions du secteur, de leur intensité et leur tendance à la baisse ces dernières

années. Cependant, elle est également considérée comme particulièrement vulnérable au changement climatique (Bloomberg, 2024).

3.6.3 Objectifs et risques climatiques

A cet égard, nous avons obtenu des réponses détaillées de l'entreprise concernant l'aspect climatique de son activité dans une lettre de réponses aux actionnaires. Dans ce document, le groupe français fait état des différents objectifs de décarbonisation pour les scopes 1, 2 et 3. Pour les scopes 1 et 2, Pernod Ricard souligne des investissements engagés et prévus s'élevant à €324 millions de Capex entre l'année fiscale 2022 et 2030. Ceux-ci couvriront notamment des domaines comme l'électrification des installations industrielles, l'efficacité énergétique, l'utilisation de biocarburants ou encore la mise en place d'énergies renouvelables en lien avec l'objectif 2025 de 100% d'électricité renouvelable. Le groupe évoque également des mesures concernant le scope 3, en différenciant celles liées aux *FLAG* (*Forest, Land and Agriculture*) et *non-FLAG* (principalement les emballages et objets promotionnels) (Pernod Ricard, 2023).

Ce document identifie également les impacts financiers et économiques liés aux problématiques d'accès aux ressources naturelles. Ce paragraphe est extrêmement pertinent car il fournit des prédictions chiffrées, notamment quant à l'impact de la baisse des rendements agricoles sur les coûts de production de l'entreprise. Ainsi, il est noté que dans un scénario RCP4.5 (+2,4°C d'ici 2100), une réduction de 27% du rendement de la canne à sucre pourrait être enregistrée, entraînant une hausse annuelle des coûts de €5,6 millions. Concrètement, les analyses de Pernod Ricard révèlent cinq risques clés : trois risques liés à la pénurie de matières premières agricoles (sur l'approvisionnement, les conflits sur l'utilisation des ressources et la qualité des sols), un risque lié à l'interruption des activités sur les sites de production (événements extrêmes) et un risque lié au renforcement des mécanismes de tarification au carbone. Pour assurer la résilience du groupe face à ces risques, Pernod Ricard entend le déploiement de mesures d'atténuation et d'adaptation, comme la mise en place de pratiques agricoles régénératrices, de plan de continuité d'actions ou encore d'un prix interne du carbone (Pernod Ricard, 2023).

3.7 Analyse SWOT

Forces	Faiblesses
• Une forte réputation internationale • Une présence sur tous les marchés (notamment marchés émergents) • Un portefeuille largement diversifié • Leader sur les marques premium • Une culture d'entreprise forte • Une structure de gouvernance unique et centrée sur l'autonomie des filiales • Un fort accent sur l'innovation et à jour sur les nouvelles tendances	• Une majorité des revenus générée par un nombre limité de ses marques • Une présence mitigée sur le marché déclinant des vins • Un focus (trop) important sur les marques premium
Opportunités	Menaces
• Une expansion accrue sur les marchés émergents • De nouveaux partenariats avec d'autres marques (ex : le partenariat entre Absolut et Sprite récemment pour un RTD Vodka/Sprite) • De nouvelles fusions-acquisitions	• Des enquêtes anti-trust lancées récemment en Inde et en Chine • Une compétition féroce des autres acteurs du marché • Une baisse du pouvoir d'achat dans ses marchés principaux • Les campagnes anti-alcool des gouvernements

3.7.1 Forces

Le groupe est présent internationalement, possédant des usines de production sur tous les continents. De plus, Pernod Ricard a su considérablement développer ses marques sur les marchés émergents stratégiques comme l'Inde et la Chine. Cette globalisation assure au groupe une certaine résilience vis-à-vis des contextes locaux ainsi qu'un accès à tous les potentiels de croissance. Cette diversification n'est pas seulement géographique mais se manifeste également au niveau des produits, l'entreprise couvrant dès lors une très large gamme de spiritueux allant de la vodka traditionnelle, au bourbon artisanal, jusqu'à la tequila ultra-premium. A nouveau, cela lui permet de rester résiliente et d'exploiter les nouvelles tendances de consommation. Ainsi, une diminution des ventes de whiskey aux Etats-Unis peut facilement être compensée par une reprise de la demande de vodka en Europe ou encore un pic de popularité de la tequila en Amérique du Sud. Par ailleurs, notons également la position de leader sur le segment

premium, segment qui, ces dernières années, s'est révélé être le plus grand vecteur de croissance en plus de permettre l'exploitation de marges élevées. Enfin, il est important de souligner la culture et structure d'entreprise du groupe, celles-ci sont régulièrement avancées par le groupe comme gage d'autonomie et de confiance envers ses différentes marques et filiales.

3.7.2 Faiblesses

On peut toutefois noter certaines faiblesses au groupe français, notamment le fait qu'une grande partie de ses revenus est généré par un nombre limité de marques. Ainsi, les marques phares telles qu'Absolut, Jameson ou Ballentine's peuvent être considérées comme les vaches à lait alimentant la majorité des recettes de l'entreprise (voir figure ci-dessous).

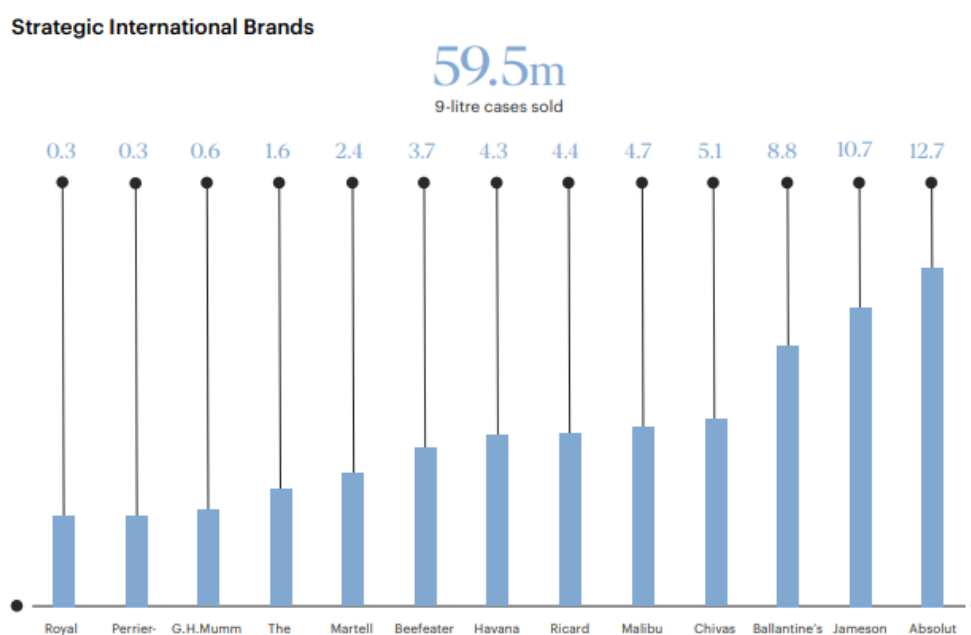


Figure 1 : Nombre de caisse de 9 litres vendues par marque (en millions) – Source : Rapport annuel Pernod Ricard 2023

Cette situation peut se révéler problématique dans le cas où une de ces marques subirait un ralentissement considérable de ses ventes. De plus, sa position de leader sur le segment premium peut également se révéler désavantageuse, en particulier dans un contexte récent d'inflation importante sur les marchés matures, les consommateurs préférant réduire leurs dépenses discrétionnaires tels que les spiritueux premium. Enfin, sur une échelle plus réduite, nous pouvons également mentionner la présence mitigée du groupe sur les marchés des vins, un marché en déclin, davantage fragmenté et marqué par une importance significative des petits producteurs locaux.

3.7.3 Opportunités

En termes d'opportunités, nous avons identifié différentes pistes pouvant se montrer pertinentes. Premièrement, bien que solidement établi sur les marchés émergents, Pernod Ricard pourrait encore davantage s'y développer car ceux-ci devraient constituer les principaux canaux de croissance dans les années à venir. Deuxièmement, la réalisation de partenariat avec d'autres marques, comme récemment avec Sprite pour la création d'un *RTD* avec sa marque de vodka Absolut, s'est souvent révéler fructueuse pour les deux parties. Nous voyons donc des potentiels significatifs concernant ces collaborations, en particulier pour les très populaires *RTD*'s. Pour finir, il est nécessaire d'évoquer les opportunités de fusions-acquisitions, ces dernières façonnant le marché des spiritueux depuis de nombreuses années et permettant aux acteurs établis d'accroître leur part de marché dans un marché saturé. Nous reviendrons par ailleurs plus en détails sur ce point lors de l'identification des variables critiques et les prédictions de revenus.

3.7.4 Menaces

Concernant les menaces, celles-ci se manifestent principalement par l'intermédiaire de deux catégories d'acteurs. Les concurrents qui, comme dans toute industrie, luttent féroce pour les parts de marché. Comme indiqué plus haut, cette concurrence est très prononcée dans un contexte de marché saturé et dominé par quelques grands noms. Les gouvernements ensuite qui, via des régulations importantes, peuvent limiter l'influence des entreprises du secteur. Cela inclut notamment les enquêtes anti-trust lancées par les gouvernements chinois et indiens envers les producteurs européens, et les diverses campagnes de sensibilisation, de consommation responsable ou anti-alcool menées par les acteurs politiques, en particulier sur les marchés américains et européens. Enfin, il est impossible de négliger les facteurs économiques comme la récente baisse du pouvoir d'achat des consommateurs sur les marchés principaux du groupe, celle-ci ayant la capacité de considérablement affecter les ventes d'alcool premium. D'autres facteurs économiques divers peuvent également conditionner les prévisions de croissance, tels que les tendances démographiques, de consommation, ou encore la disponibilité des matières premières.

4 Analyse financière

4.1 Variables critiques

Cette analyse de Pernod Ricard a pour ultime but de fournir une recommandation à l'achat ou à la vente sur base d'un *target price* défini par notre valorisation. Cette valorisation repose sur d'importantes hypothèses et différents scénarios sont ainsi envisagés afin de donner une *range* de valeur plutôt qu'une seule valeur. Dès lors, nous avons identifiés plusieurs variables jugées « critiques » et qui, selon notre analyse, ont la plus grande probabilité d'avoir une influence significative sur notre *range* de valeur.

4.1.1 Variables internes

Par variables internes, nous entendons les variables étant dans les mains de l'entreprise, c'est-à-dire celles dont elle détermine le niveau directement et ne dépendant que de sa propre stratégie.

4.1.1.1 Les capital expenditures (abrégées CAPEX ou Capex)

Les *Capex* représentent les dépenses d'investissements nécessaires à la maintenance/croissance de l'activité. Ces *CapEx* peuvent se présenter sous la forme d'achats de nouvelles machines, de nouvelles usines, de camions de livraisons, mais également de matériel IT, de brevets ou encore de terrains. Dans les industries à forte intensité capitalistique (comme l'industrie manufacturière ou, à degré plus léger, la production de spiritueux), elles représentent un coût important non-négligeable, et leur niveau peut permettre d'en savoir plus sur la vétusté de l'équipement et/ou la stratégie que l'entreprise souhaite mettre en place. De plus, ces dépenses interviennent dans le calcul des *free cash flows*, qui servent de base à notre valorisation par la méthode *DCF* (*Discounted Cash Flows*). Elles viennent ainsi diminuer le cash généré par l'entreprise et apparaissent dans son *cash flow statement* en tant que *cash flows* d'investissement. Pernod Ricard, dans son dernier *Earnings Call*, a récemment communiqué que ces dépenses en capital ont considérablement augmenté pour la première moitié de son exercice fiscal 2023-2024 (période couvrant les six derniers mois de 2023). Cette augmentation reflète la stratégie du groupe qui vise à accélérer ses investissements stratégiques dans le but de nourrir une croissance durable à long-terme. La vice-présidente exécutive a également ajouté que les *Capex* devraient rester élevées dans le futur (Hélène de Tissot, 2024). Nous établirons donc des scénarios avec différents niveaux pour cette variable dans notre valorisation.

4.1.1.2 L'endettement

L'endettement est un élément central du bilan d'une entreprise et est majoritairement utilisé pour financer son développement, il est donc important de comprendre la structure financière de la société lors de l'analyse. Dans le cas de Pernod Ricard, la dette est également beaucoup utilisée dans les opérations de fusions et acquisitions (*M&A*) qui sont très fréquentes dans le domaine des spiritueux. Ces dernières années, le groupe a ainsi vu son endettement accroître considérablement à la suite de ce genre d'opérations, créant des contraintes de remboursement élevées via des charges d'intérêts. Il sera donc intéressant de suivre l'évolution de la dette car celle-ci pourrait significativement impacter les *cash flows*, mais également le coût du capital (*WACC*), élément central de la méthode *DCF* puisqu'il représente le taux d'actualisation des *free cash flows*.

4.1.1.3 Les fusions-acquisitions

Les fusions-acquisitions sont, comme mentionnées précédemment, un élément important régissant l'industrie des producteurs de spiritueux : les acteurs majeurs utilisant principalement cette approche pour étendre leurs activités dans des segments à forte croissance. Ces dernières peuvent prendre la forme de prise de participation majoritaire, minoritaire, ou encore d'un rachat complet des actions de l'entreprise cible. Cette entreprise cible est tantôt une société commercialisant une marque unique (ex : le rachat de la société Casamigos, fondée par l'acteur George Clooney et commercialisant une tequila ultra-premium, par le groupe britannique Diageo en août 2017 (Diageo, 2017)), tantôt une société opérant comme maison de plusieurs marques (ex : le rachat du groupe américain Castle Brands, opérant sur les segments du rhum, du whiskey et des liqueurs, par le groupe français Pernod Ricard en octobre 2019 (Pernod Ricard, 2019)). Ces transactions peuvent significativement influencer les prédictions de revenus futurs et le cours de bourse des entreprises acquéreuses. Ainsi, nous les incluons dans nos variables critiques et produiront différents scénarios d'évolution dans notre exercice de valorisation.

4.1.2 Variables externes

Par variables externes, nous entendons les variables n'étant pas du ressort de l'entreprise mais dépendantes de facteurs externes ou d'actions d'autres acteurs du marché.

4.1.2.1 Le prix des matières premières

Pernod Ricard étant un groupe agro-alimentaire, son activité est fortement dépendante de l'approvisionnement en matières premières, en particulier de leur prix. Cette variable peut donc être considérée comme déterminante dans les résultats de l'entreprise. Nous avons cependant

décidé d'omettre cette variable dans notre analyse de sensibilité dans le chapitre concernant la valorisation. Ainsi, nous verrons par la suite que la marge brute du groupe est restée extrêmement stable sur les dernières années, malgré un contexte inflationniste du prix des matières premières. L'entreprise est en effet en mesure de totalement refléter cette hausse dans les prix de ses bouteilles, permettant ainsi le maintien d'une marge stable (en 2023, l'entreprise a augmenté ses prix de 8%).

4.1.2.2 Les taux de change

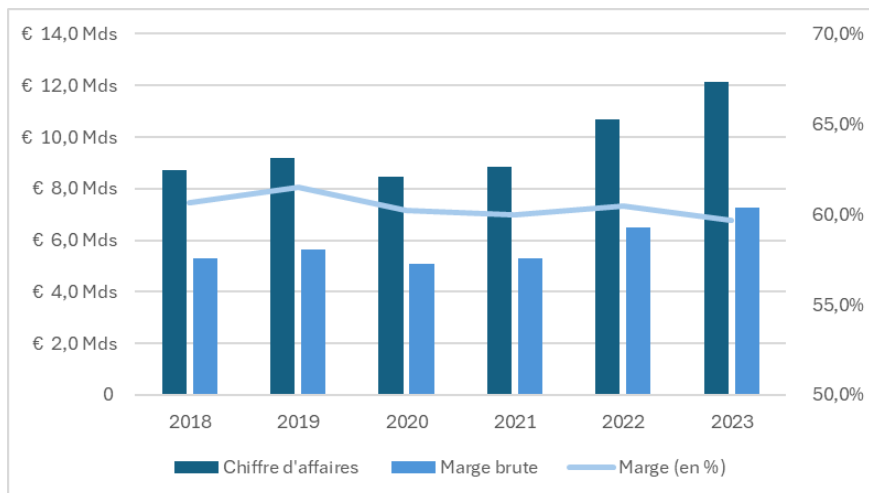
Le groupe étant présent internationalement, les variations de taux de change peuvent fortement influencer les résultats de l'entreprise, que ce soit positivement ou négativement. Cependant, ces taux étant extrêmement difficile à prédire, nous avons préféré exclure cette variable de nos prévisions. De plus, dans sa communication, Pernod Ricard tend à mettre de l'emphase sur le terme de croissance « organique », croissance qui exclut les impacts de taux de change, ces derniers ne traduisant pas l'évolution opérationnelle des activités.

4.1.2.3 L'impact climatique

Comme on a pu le mentionner plus haut, la durabilité est au centre de la stratégie du groupe depuis plusieurs années. Cela se manifeste notamment par des *Capex* spécifiques en investissements durables, mais également l'émission d'obligations vertes dont les taux d'intérêts sont liés à des objectifs de durabilité. Pernod Ricard se veut ainsi résiliente quant aux effets attendus du réchauffement. Il est cependant intéressant de mettre en perspective ces affirmations avec les risques récemment communiqués dans la lettre aux actionnaires. Ces derniers soulignent des potentielles baisses de rendement des exploitations agricoles, entraînant une hausse des coûts. Dès lors, nous avons jugé pertinent de développer des scénarios alternatifs qui supposeraient les investissements réalisés comme insuffisant, impactant donc les coûts et marges de l'entreprise.

4.2 Analyse du compte de résultats

Nous débutons notre analyse des états financiers par l'analyse du compte de résultats, plus particulièrement du chiffre d'affaires historique par rapport à la marge brute historique et la marge *EBITDA* (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization*) historique.

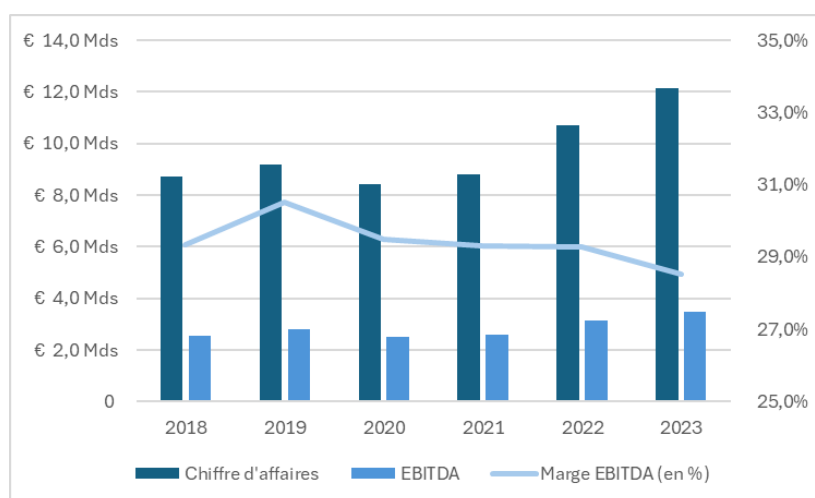


Graphique 1 : Evolution du chiffre d'affaires par rapport à la marge brute de 2018 à 2023 – Source : CapitalIQ

L'analyse du graphique ci-dessus (graphique 1) nous montre qu'après un léger recul du chiffre d'affaires durant les deux années Covid, les revenus de l'entreprise ont connu une importante reprise, franchissant le seuil des €8,0Mds pour atteindre €10,7Mds en 2022 et €12,1Mds en 2023 (à préciser : l'exercice fiscal de Pernod Ricard s'étend du 1^{er} juillet au 30 juin, les chiffres 2022 correspondent ainsi au montant daté du 30 juin 2022). Cette augmentation peut notamment être expliquée par le regain de demande généré après les deux années Covid ainsi que par l'ouverture d'une nouvelle distillerie en Chine en août 2021.

Concernant la marge brute, celle-ci est restée remarquablement stable, n'oscillant qu'entre 61,5% et 59,7% sur la période observée. Cela traduit une excellente maîtrise des coûts de la part du groupe malgré un contexte incertain de pandémie et d'inflation.

La même conclusion peut être tirée si l'on choisit la variable *EBITDA* comme variable de comparaison de chiffre d'affaires (voir graphique 2 ci-dessous). La marge *EBITDA* n'a ainsi que très peu bougé, variant entre 30,5% et 28,5% sur la période d'observation.



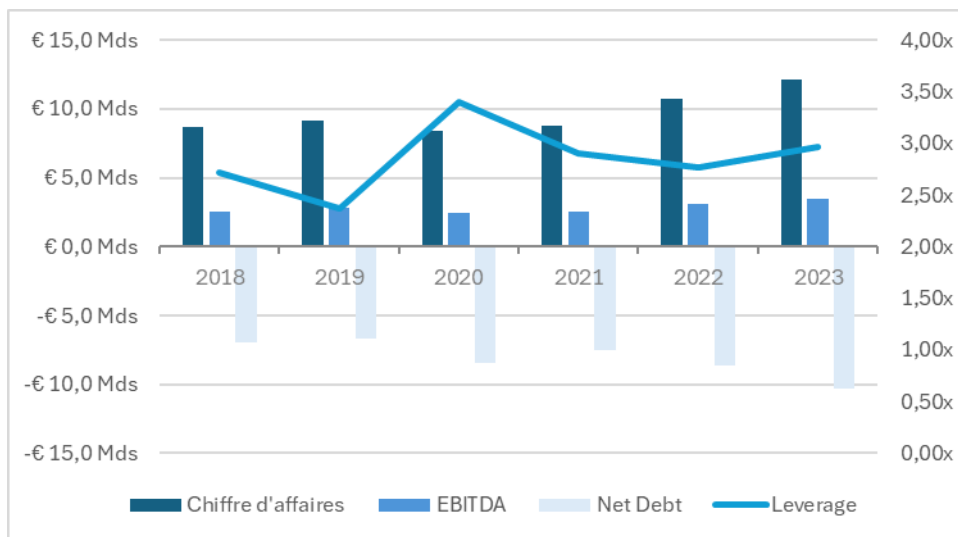
Graphique 2 : Evolution du chiffre d'affaires par rapport à la marge EBITDA de 2018 à 2023 – Source : CapitalIQ

Cependant, depuis la fin de l'exercice en juin 2023 (et donc pas traduit dans les chiffres historiques), la dynamique du marché s'est inversée. En effet, lors de la récente présentation des résultats *half-year FY24* (correspondant au deuxième semestre de 2023), la CFO a annoncé une baisse des ventes organiques de l'ordre de 3%. Diverses raisons ont été avancées par la CFO concernant cette baisse : la normalisation du marché global des spiritueux après la forte augmentation des années post-covid ; les ajustements effectués sur les inventaires aux Etats-Unis dans une période de hauts taux d'intérêts, enflant les coûts de stockage ; une baisse de la confiance des consommateurs vis-à-vis de l'environnement macro-économique en Chine. Une note positive reste toutefois à souligner : une croissance forte sur le marché asiatique en général (en excluant la Chine) et en particulier en Inde, mais également sur les marchés africains, au Moyen-Orient et en Europe de l'Est. Parallèlement à cette augmentation, l'expansion importante de la marge brute ces dernières années a permis de maintenir une marge opérationnelle stable malgré des chiffres de vente en léger déclin.

4.3 Analyse du bilan

Le graphique ci-dessous (graphique 3) représente le niveau d'endettement de l'entreprise par rapport à son EBITDA et chiffre d'affaires. Le *leverage* représente ici, en nombre d'années, l'*EBITDA* nécessaire au remboursement de la dette nette (dette totale – cash) si l'entièreté de l'*EBITDA* était utilisée pour rembourser cette dette. On observe ainsi que la dette nette a fortement augmenté entre 2018 et 2023, passant d'un peu moins de €7,0Mds à plus de

€10,0Mds. Le *leverage* est quant à lui resté stable si l'on exclut les deux années Covid, fluctuant entre 2,7x et 3,0x. Il sera nécessaire de surveiller de près l'évolution de cet indicateur afin de s'assurer que l'entreprise soit capable de rembourser sa dette sans que cela n'affecte significativement sa rentabilité.

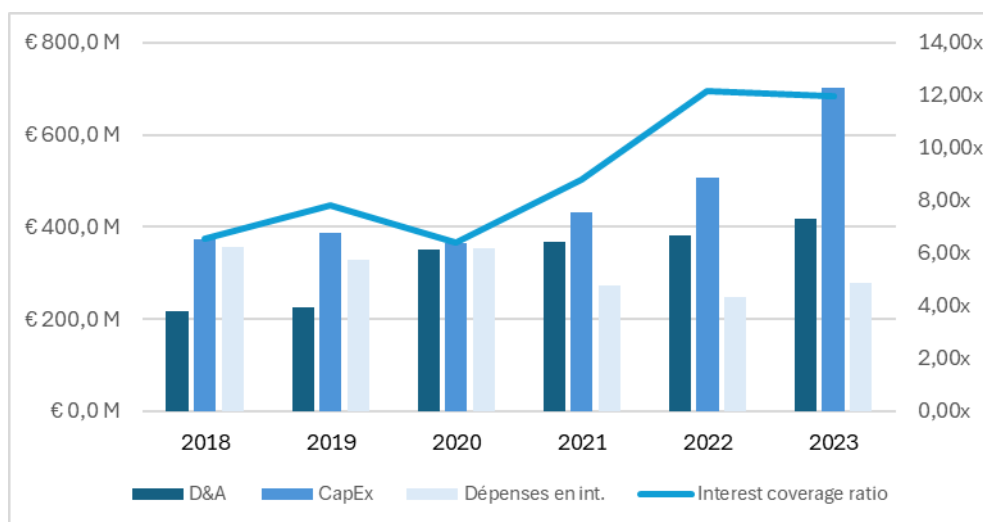


Graphique 3 : Evolution de la dette nette et du leverage entre 2018 et 2023 – Source : CapitalIQ

L'analyse de l'échéancier de remboursement souligne le montant élevé de dettes contractées durant les années Covid, plus particulièrement l'année 2020 durant laquelle un montant total de €4,25Mds de dette (2 milliards d'euros et 2 milliards de dollars) a été émis sur les marchés, profitant des taux exceptionnellement bas liés au contexte (il est important de préciser que la grande majorité des dettes est constituée d'obligations). Depuis 2022 cependant, les nouveaux emprunts sont financés à des taux bien plus élevés, créant des contraintes de remboursement accrues. Le *leverage* cité précédemment ne traduit dès lors pas toute la situation car il ne tient compte que du montant nominal de la dette et non des dépenses en intérêts.

Dans le second graphe ci-dessous (graphique 4), nous avons dès lors utilisé le *interest coverage ratio* afin d'exprimer ces dépenses en intérêts dans un ratio explicite. Ce dernier est calculé en divisant l'*EBIT* (*Earnings Before Interests and Taxes*) par les dépenses en intérêts et permet de définir le résultat d'exploitation disponible pour financer la dette. Ainsi, nous remarquons que malgré l'augmentation importante de la dette citée précédemment, les dépenses en intérêts ont

eu tendance à diminuer depuis l'année fiscale 2018, entraînant une amélioration de l'*interest coverage ratio* (l'*EBIT* avait également significativement augmenté durant cette période).



Graphique 4 : Evolution des D&A, CapEx, dépenses en intérêts et interest coverage ratio entre 2018 et 2023 –

Source : CapitalIQ

4.4 Analyse du cash-flow statement

Dans le but de comprendre le contexte historique et de réaliser nos projections futures, nous avons également ajouté les *CapEx* et *D&A* dans le graphe précédent (graphique 4). Ces deux variables sont des éléments critiques de la méthode *DCF*, entrant dans le calcul des *free cash flows*. Il est dès lors intéressant de souligner l'accroissement significatif des dépenses en capital qui passent de moins de €400 millions en année fiscale 2018 à près de €700 millions en année fiscale 2023. Par ailleurs, le montant total de ces dépenses pour l'année civile 2023 a déjà été communiqué et s'élève à plus de €800 millions. Comme mentionné précédemment, la CFO a annoncé que ce montant devrait rester stable dans les années à venir, en ligne avec la stratégie du groupe d'accélérer les investissements alimentant la croissance (Hélène de Tissot, 2024). Concernant les D&A, on observe également une augmentation sur la période observée. Cela s'explique logiquement par le lien qui existe entre ces deux variables : les dépenses en capital sont amorties dans le temps, les deux variables évoluent donc dans le même sens.

5 Projections et valorisation de l'entreprise

5.1 Projections

En nous basant sur les tendances identifiées dans le secteur et en combinaison avec l'analyse des chiffres historiques, nous avons pu élaborer des projections pour les différentes variables de notre valorisation. Plusieurs évolutions seront par ailleurs considérées en fonction des scénarios que nous avons pu établir, prenant en compte diverses hypothèses concernant le futur.

5.1.1 Revenus

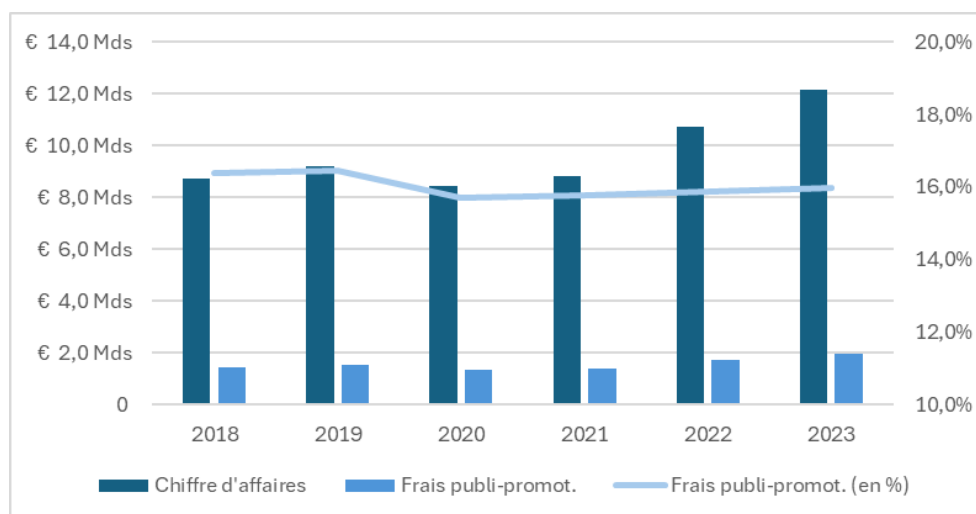
Comme mentionné précédemment, l'entreprise française s'attend à un recul de son chiffre d'affaires pour l'année 2024, en ligne avec la tendance du deuxième semestre de 2023 qui avait enregistré une baisse de 3% du niveau des ventes. Cette baisse s'explique notamment par la normalisation observée sur le marché américain après deux années post-covid exceptionnelles, ainsi que par la détérioration de la confiance des consommateurs sur le marché chinois. Dès lors, le taux de croissance pour l'année fiscale 2024 (deuxième semestre 2023 et premier semestre 2024) a été défini à -3,0%. Selon un rapport de Statista, les revenus combinés (incluant les revenus *on-trade* et *off-trade*) devraient augmenter à un *CAGR* de 4,6% entre 2023 et 2028 (Statista Market Insights, 2024). Prenant en compte cette hypothèse pour les années suivantes, notre scénario central adopte une approche plus optimiste, soutenu par les investissements importants réalisés au cours des deux dernières années - notamment la nouvelle distillerie chinoise *The Chuan* qui a lancé son premier whisky fin 2023 (Pernod Ricard, 2023) - et porté par les perspectives très positives des marchés émergents, nous avons estimé un taux de croissance positif de 4,0% pour l'année fiscale 2025. Cette hypothèse est également renforcée par la position de leader du groupe sur le segment premium et sur d'autres segments en vogue infiltrés via des prises de participation (notamment Codigo fin 2022, Sovereign Brands fin 2022, et Skrewball début 2023). Enfin, dans son plus récent communiqué du 25 avril 2024 détaillant le chiffre d'affaires, l'entreprise présente des résultats encourageants, se positionnant confiante quant à l'ambition d'atteindre à moyen terme une fourchette de croissance de +4% à +7% (Pernod Ricard, 2024). Tenant compte de cette information et des prédictions de Statista, nous avons estimé que ce taux de croissance progressera vers le chiffre de 5,0% pour l'année fiscale 2026. Au-delà de 2026 et pour des raisons de cohérence, ce taux convergera vers le taux de 3%, en lien avec le taux de croissance du PIB des principaux marchés de Pernod Ricard (moyenne pondérée par rapport au chiffre d'affaires).

5.1.2 Marge brute

Concernant la marge brute, nous avons pu observer précédemment que celle-ci était restée extrêmement stable sur les cinq dernières années, oscillant autour des 60,0%. Cette stabilité suppose une excellente maîtrise des coûts de la part du groupe français, et ce malgré des contextes défavorables de hausse des prix des matières premières et de difficultés dans la chaîne d’approvisionnement. Nous avons donc décidé d’établir une marge à 60,0%, en lien avec ces observations, mais également en vue du positionnement premium du groupe et de la multiplication des *RTD*’s sortis ces dernières années. En effet, ces deux segments permettent de dégager une marge importante, les prix de ventes pouvant être facilement ajustés en cas de hausse du prix de revient. Cette hypothèse est également confirmée par les résultats récents et la stratégie d’efficacité opérationnelle *Revenue Growth Management* mise en place par l’entreprise. Dans ce sens, on peut souligner une hausse de la marge opérationnelle courant de 1% sur le dernier trimestre (Pernod Ricard, 2024).

5.1.3 Charges d’exploitation

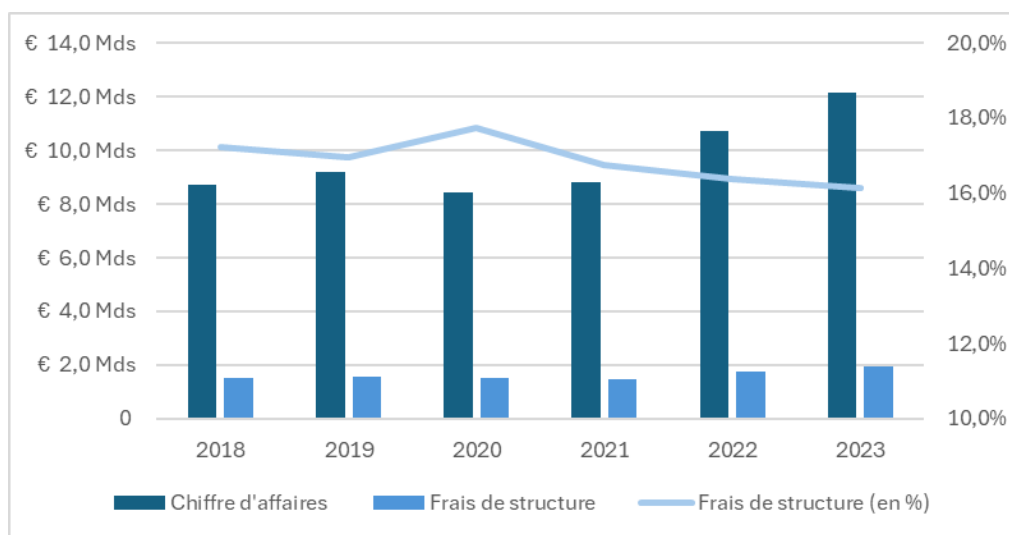
Dans les états financiers qu’elle publie, l’entreprise française distingue trois types de charges d’exploitation : les frais publi-promotionnels, les frais de structure et les autres charges/produits d’exploitation (solde entre autres produits et charges d’exploitation). Ces coûts étant parfois de natures différentes, nous avons choisi des méthodes adaptées à chaque type pour réaliser nos projections. Ainsi, en ce qui concerne les frais publi-promotionnels, ceux-ci sont de nature variable, nous avons dès lors choisi de les faire varier en rapport avec le chiffre d’affaires. Ce choix est également éclairé par l’analyse historique de ces frais telle que représentée sur le graphe ci-dessous (graphique 5).



Graphique 5 : Evolution des frais publi-promotionnels par rapport au CA entre 2018 et 2023 – Source : CapitalIQ

En effet, on observe sur le graphe que ces dépenses évoluent parfaitement en adéquation avec le chiffre d'affaires, tant en termes nominaux qu'en termes de pourcentages. Nous avons donc décidé de nous baser sur la moyenne historique des six derniers exercices fiscaux, à savoir 16,0%. Nous jugeons cette moyenne pertinente car elle regroupe des exercices plus favorables et moins favorables, schéma qui devrait se poursuivre selon nos projections avec une année fiscale 2024 plus difficile avant une reprise en 2025.

Concernant les frais de structure, ceux-ci sont définis comme des coûts liés à la gestion journalière de l'entreprise et qui ne peuvent être attribués à une unité spécifique de coût ou une activité en particulier (CFI Team, s. d.). Le graphe ci-dessous (graphique 6) illustre la nature plus volatile du montant de ces dépenses en comparaison avec le chiffre d'affaires.



Graphique 6 : Evolution des frais de structure par rapport au CA entre 2018 et 2023 – Source : CapitalIQ

Nous avons dès lors décidé de ne pas nous baser sur la moyenne historique mais bien sur la dernière année. Ce choix a de nouveau été motivé par la stratégie de *Revenue Growth Management*, qui vise également une discipline forte en matière de frais de structure comme souligné par la CFO fin février (Hélène de Tissot, 2024). Une autre possibilité aurait été de retenir l'inflation comme taux de croissance au vu de la nature fixe de ces frais. Cependant, notre analyse suggère une relative décorrélation de cet indicateur. Au contraire, si l'on exclut l'année 2020, le niveau de ces dépenses en termes de pourcentages a continuellement baissé, diminuant d'en moyenne 0,3 point de pourcentage chaque année depuis 2018. Toutefois, afin de ne pas adopter une approche trop optimiste, nous n'estimons pas de nouvelle baisse pour l'année 2024 et fixons un montant de frais de structure identique à 2023 : 16,1% du chiffre d'affaires.

Enfin, les autres charges d'exploitation citées dans les états financiers consolidés de l'entreprise incluent le solde calculé de charges et produits non-récurrents. Celles-ci sont très variables et difficilement projetable, comme les charges/produits relatifs aux plus-values de réalisation, aux procès et aux risques, les frais de restructuration ou encore les frais liés aux opérations de fusions-acquisitions. Par souci de simplicité et au vu de la nature relativement marginale de ces charges dans le calcul des *free cash flows*, nous avons décidé de nous baser sur la moyenne historique des trois dernières années en termes de pourcentage du chiffre d'affaires : 0,65%. Il est malgré tout important de noter que ces charges peuvent parfois atteindre des montants élevés (comme en 2020 où elles représentaient 15,2% du chiffre d'affaires) mais leur caractère incertain ne nous permet pas de projeter avec précision de telles sommes.

5.1.4 Dépenses en intérêts

Bien que cette variable ne soit pas directement impliquée dans le calcul des *Free Cash Flows*, le taux d'imposition estimé dans le paragraphe suivant se calcule sur le résultat imposable de l'entreprise et non l'*EBIT*. Ainsi, il est nécessaire de projeter les dépenses en intérêts afin d'obtenir un niveau de taxes cohérent. Nous nous sommes donc basés sur le consensus des prédictions de dépenses estimées par les analystes de Bloomberg : un niveau égal à €380 millions pour 2024 et progressant vers €400 millions en 2026. Ces montants sont en adéquation avec le niveau et montant de la dette détenue par l'entreprise.

5.1.5 Taux d'imposition

En France, lieu du régime fiscal de Pernod Ricard, le taux d'imposition forfaitaire est fixé à 25% du revenu imposable. Cependant, le taux de taxe effectivement payé par l'entreprise diffère souvent de ce taux de référence. Ce taux effectif est d'ailleurs décomposé dans les états financiers publiés par le groupe et impacté par diverses opérations : les taux différents entre les pays dans lesquels les filiales sont implantées, l'impact du taux de change entre les devises utilisées, les impôts différés, les taxes sur la distribution et d'autres impacts non détaillés. Ensemble, ces éléments génèrent un taux effectif de 22,2% pour l'année 2023 (taux communiqué par l'entreprise). En observant les prédictions des analystes de Bloomberg, nous avons remarqué que ce taux devrait converger vers le taux forfaitaire de 25,0% à long terme. Dès lors, nous avons établi un taux égal à 23,0% pour 2024, 24,0% pour 2025 et 25,0% au-delà.

5.1.6 Dépenses en capital (*Capex*)

En ce qui concerne les *Capex*, nous avons déjà parcouru leur importance quant à leur implication dans le calcul des *free cash flows* ainsi que dans les prévisions de croissance future de l'entreprise. Ainsi, nous avons pu noter que Pernod Ricard s'est engagé depuis un an à

maintenir un niveau de Capex élevé dans le but de nourrir sa croissance organique. Cet engagement devrait se poursuivre à moyen terme comme rapporté par la CFO (Hélène de Tissot, 2024) à un niveau aux alentours de €800 millions par an. Nous avons dès lors choisi de nous baser sur cette annonce pour nos projections. Un niveau de dépense similaire est également attendu par les analystes suivant le titre (CapitalIQ, 2024).

Nous avons également inclus les fusions-acquisitions dans les Capex car celle-ci servent aussi de moteur pour nourrir la croissance et sont très fréquentes dans la stratégie du groupe. Ainsi, depuis 2018, près de €3 milliards ont été investi en tant que prise de participations dans d'autres sociétés (solde net des acquisitions tenant compte des éventuelles ventes de parts). L'année fiscale 2024 étant moins prometteuse que les deux dernières années et le groupe étant fort endetté, nous avons décidé de nous baser sur la moyenne des quatre années avant 2022 pour nos prédictions à partir de 2024 : €300 millions. Ce chiffre servira de base dans notre scénario central et d'autres niveaux seront envisagés par la suite.

5.1.7 Dépréciations et amortissements (D&A)

Comme nous avons pu l'expliquer précédemment, le montant des dépréciations et amortissements dépend du montant de dépenses en capital défini par l'entreprise. Le niveau de Capex ayant été revu à la hausse pour les prochaines années, nos projections de D&A devraient graduellement augmenter, traduisant le décalage entre la dépense et son amortissement dans le temps. L'année fiscale 2024 touchant bientôt à sa fin, nous jugeons les estimations des analystes pertinentes et avons donc décidé de baser nos projections sur le montant estimé équivalent à 3,8% du chiffre d'affaires (CapitalIQ, 2024). Dans le but d'exprimer l'élévation du niveau des dépenses en capital et en nous basant également sur les estimations citées précédemment, nous avons fixé un montant de D&A égal à 3,9% du chiffre d'affaires pour 2025 et 4,0% pour 2026.

5.1.8 Besoin en fonds de roulement (BFR)

Dans les états financiers qu'elle publie, l'entreprise française détaille la variation de son besoin en fonds de roulement comme la somme des variations des stocks, des créances commerciales, des dettes commerciales et d'autres éléments. En tout, Pernod Ricard a enregistré une variation positive de €568 millions pour l'année 2023. En ce qui concerne nos projections, ce besoin étant très variable et difficile à estimer, nous avons choisi de nous baser sur la moyenne historique des trois dernières années : 2,5% du chiffre d'affaires.

5.2 Valorisation par les flux de trésorerie actualisés (*DCF*)

La logique derrière cette méthode de valorisation suppose que la valeur d'une entreprise est déterminée par le cash que celle-ci a la capacité de générer dans le futur. Ainsi, cette méthode s'appuie sur la projection des flux de trésoreries libres ou *free cash flows*, calculés en isolant les revenus et dépenses qui génèrent un mouvement réel de cash (au contraire d'un mouvement uniquement comptable).

Les projections réalisées au-dessus nous ont donc permis de calculer l'*EBIT* (*Earnings Before Interest & Taxes*) obtenu en soustrayant du chiffre d'affaires le coût des ventes, les dépenses publi-promotionnelles, les frais de structure et les autres charges d'exploitation. Pour arriver aux *free cash flows*, nous y avons rajouté les dépréciations amortissements, soustrait les dépenses en capital (*Capex*), soustrait les taxes, et soustrait le changement du besoin en fonds roulement (BFR).

5.2.1 Coût moyen pondéré du capital (*WACC*)

Ces flux de trésorerie étant projetés dans le futur, il est nécessaire de les actualiser à leur valeur d'aujourd'hui via un taux d'actualisation qui représente le coût du capital de l'entreprise. Ce coût est une moyenne pondérée du coût des fonds propres et du coût de la dette.

5.2.1.1 Taux sans risque et market risk premium

Penord Ricard étant un groupe français, nous avons choisi de nous baser sur la valeur de l'obligation française à 10 ans au 30 juin 2023 pour le taux sans risque (fin du dernier exercice fiscal) : 2,95%. Concernant la prime de risque, nous nous sommes alignés sur la prime du marché français établie par Bloomberg à la date de calcul : 7,21% (Bloomberg L.P., n.d.).

5.2.1.2 Beta

Pour notre beta, nous avons utilisé deux méthodes de calcul. Dans la première, nous nous sommes servis de la base de données réalisée par Aswath Damodaran regroupant les différentes betas par secteur. Nous avons donc sélectionné le beta unlevered de l'industrie des boissons alcoolisées estimé à 0,96 (Aswath Damodaran, 2024). Nous avons ensuite utilisé notre ratio dette/fonds propres pour relever notre beta afin qu'il traduise le risque des fonds propres uniquement. Nous arrivons donc à un levered beta égal à 1,13. Dans la seconde, nous nous sommes basés sur le beta de régression calculé de manière hebdomadaire par rapport au CAC40 sur une période de 2 ans : 0,80 (Bloomberg L.P., n.d.). L'industrie des boissons alcoolisées étant assez large (celle-ci inclut également les brasseurs), nous avons préféré prendre le beta de régression estimé par Bloomberg, ce dernier n'étant lié qu'à Pernod Ricard.

5.2.1.3 Ratio dettes/fonds propres (D/E ratio)

Le ratio effectif calculé au 30 juin 2023 de Pernod Ricard au 30 juin 2023 est de 23,0%. Ce ratio a été obtenu en utilisant la capitalisation boursière du groupe comme valeur des fonds propres.

5.2.1.4 Coût des fonds propres (Cost of equity)

En entrant tous ces paramètres dans notre formule du *cost of equity*, nous obtenons un coût égal à 8,72%.

5.2.1.5 Coût de la dette (Cost of debt)

Le coût brut de la dette a été calculé en pondérant le coût de la dette court terme et de la dette long terme par leur poids respectif (3,99% pour la dette CT et 4,09% pour la dette LT (Bloomberg L.P., n.d.)). Le coût net a été calculé en soustrayant l'impact du bouclier fiscal des intérêts sur base du taux d'imposition effectif au 30 juin 2023 (22,2%), donnant ainsi un coût égal à 3,2%.

En pondérant notre coût des fonds propres et notre coût de la dette par la structure du capital de l'entreprise au 30 juin 2023 – 81,3% de fonds propres et 18,7% de dette – nous obtenons un coût moyen pondéré du capital équivalent à 7,68%.

5.2.2 EBIT projetés

Pour arriver aux *Free Cash Flows*, nous démarrons de la variable *EBIT* calculée à partir de nos projections. Le tableau ci-dessous (tableau 1) montre ainsi le résultat obtenu à partir des projections effectuées précédemment.

Income Statement	2023/2024	2024/2025	2025/2026	2025/2027	2027/2028
Revenue	11 773	12 244	12 856	13 499	14 174
% growth	(3,0%)	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%
COGS	(4 709)	(4 898)	(5 142)	(5 400)	(5 669)
% of sales	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Gross Margin	7 064	7 346	7 714	8 099	8 504
% of sales	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%
Advertising and promoting expenses	(1 884)	(1 959)	(2 057)	(2 160)	(2 268)
% of sales	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Structure costs	(1 895)	(1 971)	(2 070)	(2 173)	(2 282)
% of sales	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%
Other operating expenses	(77)	(80)	(84)	(88)	(92)
% of sales	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
EBIT	3 208	3 336	3 503	3 678	3 862
% of sales	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%

Tableau 1: Projections et décomposition de l'EBIT (en millions d'€) – Source : Jérôme Henderickx

5.2.3 Free Cash Flows actualisés

Après avoir calculé notre *WACC*, nous pouvons désormais l'utiliser en tant que taux d'actualisation dans le calcul de la valeur actuelle de nos *cash flows* futurs (voir tableau 2).

DCF	2023/2024	2024/2025	2025/2026	2025/2027	2027/2028
EBIT	3 208	3 336	3 503	3 678	3 862
% of sales	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%	27,3%
Interest expenses	(380)	(390)	(400)	(400)	(400)
% of EBIT	11,8%	11,7%	11,4%	10,9%	10,4%
Taxes	(650)	(707)	(776)	(820)	(866)
% of EBT	23,0%	24,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBIAT	2 558	2 629	2 727	2 859	2 997
D&A	447	478	514	540	567
% of sales	3,8%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%
CapEx	(800)	(800)	(800)	(800)	(800)
% of sales	6,8%	6,5%	6,2%	5,9%	5,6%
Acquisitions	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)
Change in NWC	(274)	12	15	16	17
% of sales	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Unlevered FCF	2 179	1 995	2 126	2 283	2 447
Present Value of FCF	2 023	1 721	1 703	1 698	1 690

Tableau 2 : Projections et décompositions des free cash flows (en millions d'€) – Source : Jérôme Henderickx

5.2.4 Valeur terminale (Terminal Value)

Après la dernière projetée, il est nécessaire de calculer une valeur terminale, représentant la valeur de l'entreprise au-delà des projections. Nous avons utilisé deux méthodes différentes pour calculer cette valeur terminale : la méthode du taux de croissance terminal (*TGR*) et la méthode du multiple de sortie (*Exit multiple*).

5.2.4.1 Taux de croissance terminal (TGR)

Pour la valeur terminale utilisant un taux de croissance, nous avons choisi un taux de 3% en lien avec le taux de croissance du PIB des principaux marchés de Pernod Ricard (voir tableau 3).

Terminal Value	TGR	53 840
Present Value of Terminal Value		37 189

Tableau 3 : Valeur terminale obtenue avec la méthode TGR (en millions d'€) – Source : Jérôme Henderickx

5.2.4.2 Multiple de sortie (Exit multiple)

Pour notre multiple de sortie, nous avons décidé de nous baser sur le multiple *EV/EBIT* calculé dans la méthode des multiples (voir section valorisation par les multiples) et égal à 19,5x, que nous avons multiplié par l'*EBIT* de notre dernière année projetée (voir tableau 4).

Terminal Value	Exit Multiple	75 316
Present Value of Terminal Value		52 023

Tableau 4 : Valeur terminale obtenue avec la méthode multiple de sortie (en millions d'€) – Source : Jérôme Henderickx

5.2.5 Valeur des fonds propres (*Equity value*) et prix de l'action (*Share price*)

En additionnant nos *free cash flows* actualisés, notre valeur terminale actualisée et les intérêts minoritaires, nous obtenons la valeur totale de l'entreprise. Pour arriver à la valeur des fonds propres, nous y avons soustrait la dette nette, calculée comme la différence entre la dette totale et le cash. Enfin nous avons divisé cette valeur par le nombre d'actions pour obtenir le prix par action (voir tableau 5).

Terminal Value	TGR	53 840
Present Value of Terminal Value		37 189
+Minority Interests		998
Entreprise Value		47 022
+ Cash		1 639
- Debt		(11 884)
Equity Value		36 777
Shares		252
Share Price		145,76 €

Tableau 5 : Décomposition du calcul du prix de l'action (en millions d'€ sauf prix de l'action) – Source : Jérôme Henderickx

En effectuant le même calcul avec la méthode du multiple de sortie, nous obtenons un prix égal à €204,55. Dès lors, notre *target price* estimé avec la méthode *DCF* se situe entre €145,76 et €204,55.

5.3 Valorisation par les multiples

Pour cette méthode de valorisation, nous avons sélectionné les principaux concurrents cotés de Pernod Ricard : Davide Campari-Milano (Italie), Brow-Forman Corporation (Etats-Unis), Constellation Brands (Etats-Unis), Diageo (Royaume-Uni), Rémy Cointreau (France), Wuliangye Yibin Co (Chine) et Kweichow Moutai Co (Chine). Pour chaque variable d'intérêt, nous avons décidé de prendre la moyenne des années 2023, 2024 (projetée) et 2025 (projetée) comme valeur de référence. Ce choix s'explique par la volonté de lisser la variable d'intérêt en incluant l'année actuelle, une année projetée défavorable (l'année fiscale 2024) et une année projetée plus favorable (l'année fiscale 2025). Cette moyenne de référence ne diffère finalement que peu de la valeur nominale de 2023.

5.3.1 Multiple *EV/Revenues*

En effectuant une rapide analyse des variables pouvant influencer le multiple (taille, marge, taux de croissance), nous n'avons pas pu déceler de tendance générale si ce n'est que la région géographique. Les entreprises chinoises sont les plus valorisées, suivies des entreprises américaines puis européennes.

Nous avons également exclu le chinois Kweichow Moutai de notre analyse car nous

	KPI de référence	Multiples	EV
	Revenues		
Revenues	12 051	5,3x	63 872
EBITDA	3 733	16,6x	61 965
EBIT	3 298	19,5x	64 302
P/E	2 190	25,8x	66 755
Entreprise Value			63 872
+ Cash			1 639
- Debt			(11 884)
Equity Value			53 627
Shares			252
Share Price			212,54 €

Tableau 6 : Résultat de la valorisation par le multiple *EV/Revenues* (en millions d'€ sauf prix de l'action) – Source : Jérôme Henderickx

l'avons jugé comme un *outlier* biaisant l'analyse (multiple de 13,1x). Dès lors, la médiane s'établit à 5,3x et 4,3x pour les européennes uniquement. Nous avons tout de même sélectionné le multiple général car cette différence pourrait traduire une possible sous-valorisation des actions européennes. Multiplié par la moyenne des années 2023, 2024 (estimée) et 2025 (estimée) comme référence du chiffre d'affaires, nous obtenons un prix de l'action égal à 212,54€ (voir tableau 6).

5.3.2 Multiple *EV/EBITDA*

Nous avons effectué la même analyse pour le multiple *EV/EBITDA* et n'avons également pas identifié de relation avec d'autres variables (en excluant à nouveau le chinois Kweichow Moutai). En utilisant dès lors le multiple médian et la moyenne des années 2023, 2024 (estimée) et 2025 (estimée) comme référence de l'*EBITDA*, nous obtenons un prix de l'action égal à 204,98€ (voir tableau 7).

	KPI de référence	Multiples	EV
	EBITDA		
Revenues	12 051	5,3x	63 872
EBITDA	3 733	16,6x	61 965
EBIT	3 298	19,5x	64 302
P/E	2 190	25,8x	66 755
Entreprise Value			61 965
+ Cash			1 639
- Debt			11 884
Equity Value			51 720
Shares			252
Share Price			204,98 €

Tableau 7 : Résultat de la valorisation par le multiple *EV/EBITDA* (en millions d'€ sauf prix de l'action) –
Source : Jérôme Henderickx

5.3.3 Multiple *EV/EBIT*

Le même constat peut être fait concernant le multiple *EV/EBIT* vis-à-vis d'autres variables. Le chinois Kweichow Moutai a ici été inclus car n'étant pas considéré comme *outlier*. En utilisant le multiple médian du secteur de 19,5x et la moyenne des années 2023, 2024 (estimée) et 2025 (estimée) comme référence de l'*EBIT*, nous obtenons un prix de l'action égal à 214,24€ (voir tableau 8).

	KPI de référence	Multiples	EV
	EBIT		
Revenues	12 051	5,3x	63 872
EBITDA	3 733	16,6x	61 965
EBIT	3 298	19,5x	64 302
P/E	2 190	25,8x	66 755
Entreprise Value			64 302
+ Cash			1 639
- Debt			11 884
Equity Value			54 057
Shares			252
Share Price			214,24 €

Tableau 8 : Résultat de la valorisation par le multiple *EV/EBIT* (en millions d'€ sauf prix de l'action) – Source :
Jérôme Henderickx

5.3.4 Multiple *P/E*

Enfin, pour notre multiple *P/E*, les mêmes observations peuvent être faites. Dès lors, en utilisant le multiple médian du secteur (dont Kweichow Moutai) de 25,8x et la moyenne des années 2023, 2024 (estimée) et 2025 (estimée) comme référence des *earnings*, nous obtenons un prix de l'action égal à 223,97€ (voir tableau 9).

	KPI de référence	Multiples	EV
	P/E		
Revenues	12 051	5,3x	63 872
EBITDA	3 733	16,6x	61 965
EBIT	3 298	19,5x	64 302
P/E	2 190	25,8x	66 755
Entreprise Value			66 755
+ Cash			1 639
- Debt			11 884
Equity Value			56 510
Shares			252
Share Price			223,97 €

Tableau 9 : Résultat de la valorisation par le multiple *P/E* (en millions d'€ sauf prix de l'action) – Source : Jérôme Henderickx

La méthode de valorisation par les multiples nous donne ainsi un *target price* situé entre 204,98€ et 223,97€.

5.4 Recommandation

Pour rappel, le *target price* obtenu avec la méthode *DCF* se situe entre 145€ et 205€ et celui obtenu par les différents multiples entre 204€ et 223€. La méthode *DCF* étant basée sur les flux de l'entreprise, nous la jugeons plus pertinente dans l'estimation d'une *fair value* de l'action. Nous définissons dès lors notre *target price* comme la moyenne obtenue via les deux variantes de la méthode *DCF* : 175,15€. Afin de tout de même refléter l'analyse des multiples dans notre recommandation, nous définissons notre *range* de valeur dans le haut de la fourchette de notre *DCF* : entre 175€ et 205€. A l'heure d'écriture (28 mai 2024), le prix actuel de l'action Pernod Ricard étant de 140,35€, notre recommandation est donc à l'achat avec un potentiel de gain de 24,80% par rapport à notre *target price*. Il est cependant important de garder en tête que nos prévisions et calculs ont été effectués sur base des chiffres du 30 juin 2023 (voir tableau 10).

DCF	Weight	Share Price
Exit Multiple	50%	204,55 €
TGR	50%	145,76 €
Total		175,15 €

Tableau 10 : Résultat pondéré de la méthode DCF (scénario central) – Source : Jérôme Henderickx

5.5 Scénarios alternatifs

Le *target price* estimé dans le chapitre précédent peut être considéré comme notre scénario central. Le futur étant incertain, nous avons décidé d'également établir deux scénarios alternatifs sur base de nos analyses dans lesquels nous avons fixé des valeurs différentes pour certaines variables.

5.5.1 Scénario « Vent en poupe »

Dans ce scénario, nous adoptons une approche optimiste du futur. Les investissements en termes de durabilité ont ainsi permis de dégager des synergies entraînant une baisse des coûts et une amélioration des marges (-2 points de pourcentage pour le coût des biens vendus et -1,5 points pour les coûts de structure). Ces synergies sont également renforcées par des acquisitions réussies, permettant de nouvelles acquisitions (niveau annuel désormais défini à €500 millions). Par ailleurs, le niveau de *Capex* important maintenu durant trois ans a généré de belles perspectives de croissance (+1,5 points de pourcentage après 2024, aucun changement en valeur terminale) et un niveau normalisé plus bas peut maintenant être considéré (€600 millions après 2026). Les dettes nécessaires aux opérations d'acquisitions ont pu être

DCF	Weight	Share Price
Exit Multiple	50%	249,39 €
TGR	50%	184,27 €
Total		216,83 €

Tableau 11 : Résultat pondéré de la méthode DCF (scénario optimiste) – Source : Jérôme Henderickx

contrebalancées par le cash additionnel généré par les synergies et le niveau diminué de *Capex* au-delà de 2026 (pas de changement de dette nette). Ensemble, ces changements génèrent un prix de l'action égal à 216,83€, soit un potentiel de gain de 55,27% (voir tableau 11).

5.5.2 Scénario « Croissance en péril »

A l'inverse du scénario précédent, celui-ci se présente comme plus pessimiste, notamment quant aux effets du changement climatique. Ainsi, dans ce scénario, les investissements réalisés en matière de durabilité n'ont pas été suffisant pour assurer la résilience des opérations et les rendements agricoles ont considérablement baissé, entraînant une hausse du coût des biens vendus importante (55% de marge brute contre 60% dans le scénario central). Par ailleurs, de nouveaux investissements sont nécessaires pour contrer cette tendance, encourageant une hausse des *Capex* (€1 milliard contre €800 millions) et une baisse des *free cash flows*. Le financement de ces nouveaux investissements nécessite de nouvelles dettes (€1 milliard représentant les €200 millions supplémentaires sur 5 ans). Les objectifs de croissance ont également été revus à la baisse (- 2 points de pourcentage après 2024 et -1 point en valeur terminale) et les opérations d'acquisitions mises en suspens (niveau nul). Ensemble, ces changements génèrent un prix de l'action égal à 111,14€ soit un potentiel de perte de -20,55% (voir tableau 12).

DCF	Weight	Share Price
Exit Multiple	50%	143,61 €
TGR	50%	78,68 €
Total		111,14 €

Tableau 12 : Résultat pondéré de la méthode DCF (scénario pessimiste) – Source : Jérôme Henderickx

5.6 Stock reputation

Cette analyse de réputation développée par LPE Research a pour ambition de comprendre et d'expliquer la potentielle prime ou décote d'une action et repose sur cinq critères : le comportement du prix de l'action, le focus sur la valeur pour les actionnaires, la qualité de la structure de l'actionnariat, la communication et la cohérence (LPE Research, n.d.).

5.6.1 Comportement du prix de l'action

En comparant le retour journalier de l'action Pernod Ricard par rapport au CAC40, nous observons huit jours durant lesquels le prix s'est écarté de plus 3,5% de l'indice durant les trois dernières années, soit une probabilité de 1,04%. Ainsi, l'action se voit attribuée 8 points. Huit points lui sont également accordée concernant l'écart-type par rapport à la tendance (6,65% en moyenne).

5.6.2 Qualité de la structure des actionnaires

Nous savons qu'un peu plus de 50% du capital flottant est détenu par des investisseurs institutionnels américains, français et britanniques. A cela s'ajoute 6,7% détenu par le groupe belge Bruxelles Lambert et 21,1% par d'autres investisseurs étrangers. Cela étant dit, nous ne possédons pas le détail de chaque actionnaire par catégorie et donc de leur statut d'investisseur majeur (plus de \$100 millions d'actifs sous gestion). Dès lors, nous faisons l'hypothèse qu'avec plus 75% du capital flottant étant détenu par ces institutionnels, plus de 32,6% peuvent être considérés comme majeurs, attribuant ainsi 10 points pour ce critère. Pour le critère suivant concernant les parts vendus par ces investisseurs chaque trimestre, nous ne disposons pas de l'information et préférons ne pas émettre d'hypothèses.

5.6.3 Gouvernance et focus sur la création de valeur pour les actionnaires

Pour le premier critère, l'entreprise obtient 2 points, son actionnaire de référence étant la famille Ricard détenant près de 15% du capital. Concernant la structure du *board*, l'entreprise ne reçoit que 2 points, plusieurs membres étant des actionnaires majeurs (les rôles ne sont pas séparés et seulement la moitié des administrateurs sont indépendants). Pour le focus du CEO, l'entreprise obtient le maximum de points, Alexandre Ricard étant détenteur d'actions pour un montant de près de €28 millions, comparé à un salaire annuel avec bonus autour de €2 millions. Les deux prochains critères se focalisent sur les jours dédiés aux investisseurs pas les CEO et CFO, montant que nous ne pouvons estimer. Par ailleurs, 21 analystes suivent actuellement le titre, générant ainsi un point bonus.

5.6.4 Focus social et environnemental

Le groupe communique régulièrement en matière de questions environnementales et sociales. Ces deux aspects sont d'ailleurs présents dans la mission du groupe et des rapports détaillés sont communiqués chaque année aux investisseurs. Dès lors le groupe récolte 3 points en matière de priorité et 1 point en matière de périodicité. Pour les deux prochains critères, l'entreprise se voit attribuer 2 points pour l'impact de ses opérations (l'entreprise est leader en matière d'emploi et de qualité de travail) et 0 point pour l'impact de ses produits et services (à moins de considérer la vente d'alcool comme contributeur positif à la santé et au bien-être). Concernant l'aspect environnemental, le groupe récolte les mêmes points obtenus pour l'aspect social, leur priorisation et communication étant égales. Il ne se voit cependant attribué aucun point en matière d'impact.

5.6.5 Communication et cohérence

En ce qui concerne la communication, Pernod Ricard se voit attribuer 2 points pour chaque critère, ses rapports annuels étant très détaillés pour tous les aspects de ce critère. Pour la cohérence, le groupe récolte le maximum de points dans chaque critère. Enfin, en termes de guidance, nous décidons de lui accorder 3 points, les résultats étant souvent en ligne avec l'orientation communiquée par l'entreprise.

Critère 1 : Comportement du prix de l'action	16/20
Mouvements erratiques	8/10
Déviations par rapport à la moyenne	8/10
Critère 2 : Qualité de la structure des actionnaires	10/10*
Détention par des institutionnels majeurs	10/10
Fidélité des actionnaires	n.a.
Critère 3 : Gouvernance et focus sur la création de valeur pour les actionnaires	10/16*
Actionnaire de référence	2/5
Structure du conseil d'administration	2/5
Focus du CEO envers les actionnaires	5/5
Intensité des relations avec les investisseurs	n.a.
Critère 4 : Focus social et environnemental	10/20
Reporting de l'impact social et priorité	4/5
Impact des opérations et des produits sur les personnes	2/5
Reporting de l'impact environnemental et priorité	4/5
Impact des opérations et des produits sur l'environnement	0/5
Critère 5 : Communication et cohérence	18/20
Qualité de la communication	10/10
Cohérence	5/5
Orientation	3/5
score ne tenant compte que des points attribués	64/86
	74/100*

Tableau 13 : Récapitulatif des scores de Stock reputation – Source : Jérôme Henderickx

Au total, en excluant les critères non-attribués, Pernod Ricard obtient le score de 64/86, soit 74/100, bénéficiant ainsi d'une réputation élevée sur le marché (voir tableau 13).

6 Conclusion

Pour conclure, notre recommandation concernant le titre Pernod Ricard à la date du 26 mai 2024 est à l'achat avec un *target price* de 175,15€, soit un potentiel de gain de 24,80%. Cette recommandation s'appuie sur nos trois analyses effectuées précédemment : l'analyse stratégique, l'analyse financière, et la projection et valorisation. Les méthodes de valorisation utilisées nous ont permis de valoriser l'entreprise quant à nos projections de sa trésorerie future ainsi qu'en comparaison avec ses pairs. Nous avons par ailleurs établi de nombreuses hypothèses qui, si non-réalisées, pourraient grandement influencer les résultats obtenus. Cela souligne dès lors toute la nature subjective et incertaine d'une telle analyse. Cette dernière n'aura tout de même pas été vaine, elle nous aura permis de comprendre les mécanismes et tendances qui alimentent la valeur d'une entreprise.

7 Bibliographie

- Aswath Damodaran. (2024). *Betas by Sector* [Base de données].
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Baresa, S., Bogdan, S., & Ivanovic, Z. (2013). STRATEGY OF STOCK VALUATION BY FUNDAMENTAL ANALYSIS. *DOAJ (DOAJ : Directory Of Open Access Journals)*.
<https://doaj.org/article/58fe737d13e7413094d7ba6d1d0e30aa>
- Barthelot, B. (2021). Premiumisation. Dans *Définitions Marketing*. <https://www.definitions-marketing.com/definition/premiumisation/>
- BigCommerce. (2020). How Ecommerce is Rapidly Changing the Alcohol Industry. *BigCommerce*.
https://www.bigcommerce.com/articles/ecommerce/alcohol-ecommerce/#h2_alcohol_ecommerce_trends
- Bland, A. (2022, 6 juillet). The 19 Biggest Spirits Industry Trends in 2024. *Unleashed*.
<https://www.unleashedsoftware.com/blog/the-19-biggest-spirits-industry-trends-in-2022>
- Bloomberg L.P. (n.d.). [Pernod Ricard SA WACC, 2023FY] [Base de données]. Extrait le 24 mai 2024 depuis UCLouvain Bloomberg terminal
- CapitalIQ (n.d.) [Pernod Ricard SA key financials, 2018FY – 2023FY] [Base de données]. Extrait le 10 avril 2024
- CFI Team. (s. d.). *Overheads*. Corporate Finance Institute. Consulté le 22 mai 2024, à l'adresse
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/overheads/>
- De la Bruslerie, H. (2014). *Analyse financière - 5e éd. : Information financière, évaluation, diagnostic*. Dunod.
- Diageo. (2017, 21 juin). *Diageo to acquire super-premium tequila Casamigos* [Communiqué de presse].
<https://www.diageo.com/en/news-and-media/press-releases/2017/diageo-to-acquire-super-premium-tequila-casamigos>
- E-marketing.fr. (2013). Travel Retail. Dans *E-marketing.fr*. [https://www.e-marketing.fr/Definitions-Glossaire/Travel-retail-shopping-243383.htm#:~:text=Expression%20angle%2Dsaxonne%20d%C3%A9signant%20l,duty%2Dfree\)%20ou%20non.](https://www.e-marketing.fr/Definitions-Glossaire/Travel-retail-shopping-243383.htm#:~:text=Expression%20angle%2Dsaxonne%20d%C3%A9signant%20l,duty%2Dfree)%20ou%20non.)
- Emler, R. (2023, 6 mars). Selon Pernod Ricard, une mauvaise gestion de la RDT peut nuire à la franchise de la marque. *The Drinks Business*. Consulté le 15 janvier 2024, à l'adresse
<https://www.thedrinksbusiness.com/fr/2023/03/if-you-dont-get-rtds-right-it-can-damage-your-brand-franchise-says-pernod-ricard/>
- Felden, E. (2023, 6 juillet). La tendance à la premiumisation touche-t-elle à sa fin ? *The Drinks Business*.
<https://www.thedrinksbusiness.com/fr/2023/07/is-the-premiumisation-trend-coming-to-an-end/>
- IWSR. (2021). Beverage alcohol ecommerce value to grow by a third over the next five years, despite weaker macroeconomic outlook. *IWSR*. <https://www.theiwsr.com/beverage-alcohol-ecommerce-value-to-grow-by-a-third-over-the-next-five-years-despite-weaker-macroeconomic-outlook/>
- IWSR. (2022). Key statistics : the no-alcohol and low-alcohol market. *IWSR*. <https://www.theiwsr.com/key-statistics-the-no-alcohol-and-low-alcohol-market/#:~:text=No%2Dalcohol%20volumes%20grew%209,and%20full%2Dstrength%20on%20others>

- IWSR. (2023). Flavour innovation trends for spirit-based RTDs in the US. *IWSR*. Consulté le 16 janvier 2024, à l'adresse <https://www.theiwsr.com/the-8-drivers-of-change-for-beverage-alcohol-in-2023-and-beyond/>
- IWSR. (2023, 16 janvier). The 8 drivers of change for beverage alcohol in 2023 and beyond. *IWSR*. Consulté le 16 janvier 2024, à l'adresse <https://www.theiwsr.com/the-8-drivers-of-change-for-beverage-alcohol-in-2023-and-beyond/>
- Jain, A., & Deshmukh, R. (2023). Luxury Wines and Spirits Market Size, Share, Competitive Landscape and Trend Analysis Report by Type (Wines/Champagnes, Spirits), by Distribution Channel (Wholesale, Retail, E-Commerce, Others) : Global Opportunity Analysis and Industry Forecast, 2022-2031. Dans *Allied Market Research* (N° A01484). Consulté le 15 janvier 2024, à l'adresse <https://www.alliedmarketresearch.com/luxury-wines-and-spirits-market>
- Jean-Claude Juhel. *Les fondements de l'analyse financière*. Master. Université de NICE- IAE, France. 2012, pp.226. {cel-01527971}
- LPE Research. (n.d.). LPE Research. <http://www.lperesearch.com>
- Lyon, R. (2019). What are craft spirits ? *Signet Branding*. <https://signetbranding.com/news/what-are-craft-spirits/#:~:text=In%20actuality%2C%20the%20general%20definition,locally%20sourced%20ingredients%20and%20materials>.
- MasterBourse. (2023, 14 mai). PRÉSENTATION DE PERNOD RICARD. *MasterBourse*. <https://masterbourse.fr/fiches-entreprises/pernod-ricard-bourse/>
- Mordor Intelligence. (2023). Spirits Industry Size & Share Analysis - Growth Trends & Forecasts (2024 - 2029). Dans *Mordor Intelligence*. <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/spirits-market>
- Mordor Intelligence. (2023a). Craft Spirits Industry Size & Share Analysis - Growth Trends & Forecasts (2024 - 2029). Dans *Mordor Intelligence*. <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/craft-spirits-market>
- Morningstar. (s. d.). *Durabilité Pernod Ricard*. Boursorama. Consulté le 31 janvier 2024, à l'adresse <https://www.boursorama.com/cours/durabilite/1rPRI>
- Overproof. (2022, 22 novembre). RTD Alcohol : Everything You Need to Know about This Growing Category. *Overproof*. Consulté le 15 janvier 2024, à l'adresse <https://overproof.com/2022/11/23/rtd-alcohol/>
- Pernod Ricard (2024). Q2 2024 Earnings Call [Transcript]. Pernod Ricard Investor Relations. <https://seekingalpha.com/article/4670759-pernod-ricard-sa-pdrdf-q2-2024-earnings-call-transcript>
- Pernod Ricard. (2019, août 28). *Pernod Ricard to Acquire Castle Brands for \$ 223 million* [Communiqué de presse]. <https://www.pernod-ricard.com/en/media/pernod-ricard-acquire-castle-brands-223-million>
- Pernod Ricard. (2022). *Rapport Annuel 2021/2022*. Consulté le 15 janvier 2024, à l'adresse https://www.pernod-ricard.com/sites/default/files/2023-11/Pernod_Ricard_Rapport_Annuel_202223.pdf
- Pernod Ricard. (2022, 17 octobre). *Pernod Ricard prend une participation majoritaire dans la tequila Ultra Premium et Prestige Código 1530, renforçant son portefeuille de spiritueux à base d'agaves* [Communiqué de presse]. <https://www.pernod-ricard.com/fr/media/pernod-ricard-prend-une-participation-majoritaire-dans-la-tequila-ultra-premium-et-prestige>
- Pernod Ricard. (2022, 28 septembre). *Pernod Ricard crée une nouvelle unité opérationnelle pour asseoir son leadership en matière de produits premium et d'expériences Direct-to-Consumer* [Communiqué de

- presse]. <https://www.pernod-ricard.com/fr/media/pernod-ricard-cree-une-nouvelle-unite-operationnelle-pour-asseoir-son-leadership-en-matiere>
- Pernod Ricard. (2022a, octobre 13). *Pernod Ricard reinforce its partnership with Sovereign Brands* [Communiqué de presse]. <https://www.pernod-ricard.com/en/media/pernod-ricard-reinforce-its-partnership-sovereign-brands>
- Pernod Ricard. (2023). *Rapport Annuel 2022/2023*. Consulté le 15 janvier 2024, à l'adresse https://www.pernod-ricard.com/sites/default/files/2023-11/Pernod_Ricard_Rapport_Annuel_202223.pdf
- Pernod Ricard. (2023, 12 décembre). *Pernod Ricard lance le whisky The Chuan, premier malt Prestige produit en Chine* [Communiqué de presse]. <https://www.pernod-ricard.com/fr/media/pernod-ricard-lance-le-whisky-chuan-premier-malt-prestige-produit-en-chine>
- Pernod Ricard. (2023, août 30). *Chiffre d'affaires et Résultats annuels 2022/23* [Communiqué de presse]. <https://www.pernod-ricard.com/fr/media/chiffre-d-affaires-et-resultats-annuels-202223>
- Pernod Ricard. (2023, octobre 16). *The Coca-Cola Company et Pernod Ricard annoncent le lancement du cocktail prêt-à-boire Absolut Vodka & Sprite* [Communiqué de presse]. <https://www.pernod-ricard.com/fr/media/coca-cola-company-et-pernod-ricard-annoncent-le-lancement-du-cocktail-pre-boire-absolut>
- Pernod Ricard. (2023a, mars 21). *Pernod Ricard prend une participation majoritaire dans Skrewball, whiskey aromatisé super-premium en plein essor* [Communiqué de presse]. <https://www.pernod-ricard.com/fr/media/pernod-ricard-prend-une-participation-majoritaire-dans-skrewball-whiskey-aromatise-super>
- Pernod Ricard. (2024, 25 avril). *Chiffre d'Affaires 3ème Trimestre 2023/24* [Communiqué de presse]. <https://www.pernod-ricard.com/fr/media/chiffre-d-affaires-3eme-trimestre-202324>
- Pernod Ricard. (2024, janvier 17). *Pernod Ricard renforce son portefeuille sans-alcool avec BEEFEATER 0.0 %* [Communiqué de presse]. <https://www.pernod-ricard.com/fr/media/pernod-ricard-renforce-son-portefeuille-sans-alcool-avec-beefeater-00>
- Reilly, R. R., & Damodaran, A. (1995). Damodaran on Valuation : Security Analysis for Investment and Corporate Finance. ~ *The Journal Of Finance* ~ *The Journal Of Finance*, 50(2), 751. <https://doi.org/10.2307/2329429>
- Roughan, G. (2022, 23 mars). The NoLo Alcohol Trends Report : Industry Expert Tips [+ Key Stats]. *Unleashed*. <https://www.unleashedsoftware.com/blog/the-nolo-alcohol-report-industry-expert-tips-key-stats>
- Servoz, E. (2024, 5 janvier). Rémy Cointreau et Pernod Ricard coulent, la Chine enquête. *Zonebourse*. <https://www.zonebourse.com/actualite-bourse/Remy-Cointreau-et-Pernod-Ricard-coulent-la-Chine-enquete-45679610/>
- Spirits Beacon. (s. d.). On & Off trade. Dans *Spirits Beacon*. <https://spiritsbeacon.com/guides/glossary/o/on-and-off-trade>
- Spirits Europe. (s. d.). Premiumisation & brand elevation. *Spirits Europe*. <https://spirits.eu/a-spirit-of-innovation/introduction-7>
- Statista Market Insights. (2024). Spirits - Worldwide. Dans *Statista*. Consulté le 7 mai 2024, à l'adresse <https://www.statista.com/outlook/cmo/alcoholic-drinks/spirits/worldwide>

Wilson, R. (s. d.). Top 10 Trends Affecting the Spirits Industry. *Executive Insights*.

<https://www.lek.com/sites/default/files/insights/pdf-attachments/2045-Top-10-Trends-Spirits-Industry.pdf>

Zonebourse (n.d.). *Pernod Ricard (Société)*. Zonebourse. Retrieved January 15, 2024, from

<https://www.zonebourse.com/cours/action/PERNOD-RICARD-4681/societe/#AL>

8 Annexes

8.1 Calcul du coût moyen pondéré du capital (WACC)

WACC

$$\text{WACC} = (\% \text{ Equity} \times \text{Cost of Equity}) + (\% \text{ Debt} \times \text{Cost of Debt}) \times (1 - \text{Tax rate})$$

$$\text{Cost of Equity} = \text{Risk Free Rate} + (\text{Beta} \times (\text{Expected Market Return} - \text{Risk Free Rate}))$$

Debt	11 859
% Debt	18,7%
Gross Cost of Debt	4,07%
Tax Rate	22,20%
Equity Value	51 465
% Equity	81,3%
Cost of Equity	8,72%
Risk Free Rate	2,95%
Company Levered Beta	0,80
Market Risk Premium	7,21%
D/E Ratio	23,0%

WACC	7,68%
-------------	--------------

8.2 Projections du scénario « vent en poupe »

DCF	2023/2024	2024/2025	2025/2026	2025/2027	2027/2028
EBIT	3 620	3 819	4 068	4 332	4 613
% of sales	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%
Interest expenses	(380)	(390)	(400)	(400)	(400)
% of EBIT	11,8%	11,7%	11,4%	10,9%	10,4%
Taxes	(745)	(823)	(917)	(983)	(1 053)
% of EBT	23,0%	24,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBIAT	2 875	2 996	3 151	3 349	3 560
D&A	447	484	529	549	570
% of sales	3,8%	3,9%	4,0%	3,9%	3,8%
CapEx	(800)	(800)	(800)	(600)	(600)
% of sales	6,8%	6,4%	6,0%	4,3%	4,0%
Acquisitions	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)
Change in NWC	(274)	16	20	21	23
% of sales	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Unlevered FCF	2 296	2 164	2 360	2 777	3 007
Present Value of FCF	2 132	1 867	1 890	2 065	2 077

8.3 Résultat de la valorisation par la méthode DCF du scénario « vent en poupe » (multiple)

Terminal Value	Exit Multiple	89 963
Present Value of Terminal Value		62 140
+Minority Interests		998
Entreprise Value		73 169
+ Cash		1 639
- Debt		(11 884)
Equity Value		62 924
Shares		252
Share Price		249,39 €

8.4 Résultat de la valorisation par la méthode DCF du scénario « vent en poupe » (TGR)

Terminal Value	TGR	66 174
Present Value of Terminal Value		45 708
+Minority Interests		998
Entreprise Value		56 737
+ Cash		1 639
- Debt		(11 884)
Equity Value		46 492
Shares		252
Share Price		184,27 €

8.5 Projections du scénario « croissance en péril »

DCF	2023/2024	2024/2025	2025/2026	2025/2027	2027/2028
EBIT	2 619	2 672	2 752	2 835	2 920
% of sales	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%
Interest expenses	(380)	(390)	(400)	(400)	(400)
% of EBIT	11,8%	11,7%	11,4%	10,9%	10,4%
Taxes	(515)	(548)	(588)	(609)	(630)
% of EBT	23,0%	24,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBIAT	2 104	2 124	2 164	2 226	2 290
D&A	471	492	519	535	551
% of sales	4,0%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%
CapEx	(1 000)	(1 000)	(1 000)	(1 000)	(1 000)
% of sales	8,5%	8,3%	8,1%	7,8%	7,6%
Acquisitions	-	-	-	-	-
Change in NWC	(274)	6	9	9	10
% of sales	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Unlevered FCF	1 849	1 611	1 674	1 752	1 831
Present Value of FCF	1 717	1 389	1 341	1 303	1 265

8.6 Résultat de la valorisation par la méthode DCF du scénario « croissance en péril » (TGR)

Terminal Value	TGR	32 880
Present Value of Terminal Value		22 711
+Minority Interests		998
Entreprise Value		30 724
+ Cash		1 639
- Debt		(12 884)
Equity Value		19 479
Shares		252
Share Price		77,20 €

8.7 Résultat de la valorisation par la méthode DCF du scénario « croissance en péril » (Multiple)

Terminal Value	Exit Multiple	56 932
Present Value of Terminal Value		39 325
+Minority Interests		998
Entreprise Value		47 338
+ Cash		1 639
- Debt		(12 884)
Equity Value		36 093
Shares		252
Share Price		143,05 €

8.8 Multiples des pairs utilisés dans la méthode de valorisation par les multiples

Company Comp Set	Revenues LTM - Latest	EV/EBITDA LTM - Latest	TEV/EBIT LTM - Latest	P/Diluted EPS Before Extra LTM - Latest
Company Name				
Davide Campari-Milano N.V. (BIT:CPR)	4,4x	18,7x	21,7x	31,6x
Brown-Forman Corporation (NYSE:BF.B)	6,1x	19,6x	21,6x	24,2x
Constellation Brands, Inc. (NYSE:STZ)	5,9x	18,8x	21,7x	27,5x
Diageo plc (LSE:DE)	4,7x	13,4x	14,6x	18,9x
Rémy Cointreau SA (ENXTPA:RCO)	4,0x	16,6x	18,9x	25,8x
Wuliangye Yibin Co.,Ltd. (SZSE:000858)	5,8x	11,9x	12,2x	19,1x
Kweichow Moutai Co., Ltd. (SHSE:600519)	13,1x	19,1x	19,5x	28,0x

Résumé : Dans ce mémoire, nous avons entrepris une analyse approfondie de l'entreprise Pernod Ricard, un leader mondial dans le secteur des spiritueux. Notre étude se concentre sur deux axes principaux : une analyse stratégique de la société et une valorisation fondamentale de son action.

L'analyse stratégique de Pernod Ricard comprend une évaluation de ses forces, faiblesses, opportunités et menaces (analyse SWOT), ainsi qu'une étude de son positionnement concurrentiel et de ses perspectives de croissance. Nous avons examiné la structure de son portefeuille de marques, ses initiatives d'innovation et de développement durable, ainsi que sa stratégie de marché.

Sur la base de cette analyse stratégique, nous avons procédé à une valorisation fondamentale de l'action de Pernod Ricard. En utilisant des méthodes telles que l'analyse des flux de trésorerie actualisés (DCF) et l'évaluation par les multiples de marché, nous avons déterminé que l'action de Pernod Ricard est sous-évaluée par rapport à sa valeur intrinsèque.

En conclusion, nous recommandons l'achat de l'action Pernod Ricard. Les résultats de notre analyse indiquent que l'entreprise est bien positionnée pour continuer à croître et à créer de la valeur pour ses actionnaires, soutenue par une stratégie solide et des fondamentaux financiers robustes.