

<b>Achat</b>	<i>Potentiel</i>	39%
<b>Objectif de cours</b>		<b>16,00 €</b>
Cours au 20/04/2022 (c)		10,80 €
Euronext Paris		
Reuters / Bloomberg	ALVAP.PA / ALVAP.FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-0,9%	3,9%	-7,8%	27,4%
Perf CAC Small	-9,7%	1,6%	-9,2%	-3,9%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)	30,7
Nb de titres (en millions)	2,84
Volume moyen 12 mois (titres)	4 303
Extrêmes 12 mois	7,90 € 15,90 €

**Actionnariat**

Flottant	40,7%
Fondateurs & management	59,3%

**Données financières (en M€)**

au 31/12	2020	2021e	2022e	2023e
CA	22,5	34,5	41,4	47,6
var %	113,1%	53,3%	20,1%	15,0%
EBE	1,3	2,2	3,3	4,3
%CA	5,7%	6,5%	7,9%	9,0%
ROC	1,1	2,0	3,0	4,1
%CA	5,1%	5,8%	7,3%	8,5%
RN	0,8	1,3	2,3	3,1
%CA	3,7%	3,8%	5,6%	6,5%
Bnpa (€)	0,27	0,42	0,75	1,00
ROCE (%)	32%	38%	48%	55%
ROE (%)	18%	14%	20%	21%
Gearing (%)	-44%	-59%	-61%	-64%
Dette nette	-2,1	-5,6	-7,2	-9,5
Dividende n (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Yield (%)				

**Ratios**

	2020	2021e	2022e	2023e
VE/CA (x)	0,7	0,7	0,6	0,4
VE/EBE (x)	12,3	11,3	7,2	4,9
VE/ROC (x)	13,8	12,6	7,7	5,2
PE (x)	21,7	23,4	13,2	9,9

**Analyste :**

Sid Bachir  
01 44 70 20 76  
sbachir@elcorp.com

# Kumulus Vape

E-commerce

## Progression des marges / Perspectives 2022 favorables

### Publication des résultats annuels

Pour un CA déjà publié en hausse de 53% à 34,5 M€, Kumulus Vape dévoile des résultats en amélioration. L'EBE progresse de 71% à 2,2 M€ (vs 1,3 M€ et 2,8 M€) et le ROC ressort à 2,0 M€ soit une MOC de 5,8% en hausse de 67 pb. Enfin le RN enregistre une hausse de 62% à 1,3 M€ permettant au management de réitérer sa confiance dans sa capacité à poursuivre sa dynamique de croissance rentable.

### Forte croissance de la marge brute

Profitant d'un effet de volume significatif sur la période, notamment sur le segment BtoB (+59,0%), la marge brute ressort à 6,9 M€ soit une progression de 54% en valeur absolue. Le taux de marge brute ressort quant à lui en légère amélioration de 23 pb à 19,9% (vs 19,7%) malgré un contexte tendu sur les approvisionnements.

### Des équipes structurées pour capter la croissance

Sans surprise, les résultats annuels ressortent en nette progression grâce à 1/ la forte augmentation des revenus (+53%), 2/ l'amélioration du taux de marge brute et 3/ une bonne maîtrise de la structure de coûts. En effet, malgré une nouvelle progression des effectifs (+11 nouveaux collaborateurs au 31/12/2022 dont un peu plus de 50% sont dédiés à la logistique), les charges de personnel demeurent contrôlées et représentent 6,0% du CA. Cette maîtrise des charges permet à la société d'afficher un levier opérationnel conséquent permettant à l'EBE de progresser à 2,2 M€ (vs 1,3M€). Après prise en compte des amortissements principalement liés aux développements des plateformes de vente en ligne, le ROC ressort à 2,0 M€ (vs 1,1 M€) soit une MOC de 5,8%.

### Un bilan sain

Au 31 décembre 2021, les capitaux propres du Groupe s'établissent à 9,3 M€ contre 4,7 M€ fin 2020. La trésorerie nette du Groupe ressort à 2,5 M€ (vs 5,2 M€ au 30/06/2021) traduisant une consommation de cash en phase avec la dynamique de croissance du Groupe.

### Perspectives

A la suite de cette publication, qui confirme la pertinence de la stratégie du Groupe, nous sommes confiants sur le positionnement de Kumulus Vape ainsi que sur ses perspectives. De plus, la mise en place d'une chaîne d'embouteillage d'e-liquide (Capex <1 M€) renforce davantage la stratégie du Groupe tournée vers les produits maison. Si l'effet de base sera challenging en 2022, l'exercice devrait malgré tout être très bien orienté à la faveur de l'engouement autour de la Vape et de la multiplication des partenariats significatifs avec des acteurs majeurs de l'industrie. Confiant sur sa capacité à délivrer, le management réaffirme son objectif de CA 2022e de 40,0 M€ soit une croissance supérieure à 15%. De notre côté, nous ajustons à la marge nos prévisions d'EBE 2022e à 3,3 M€ (vs 3,6 M€) et de ROC à 3,0 M€ (vs 3,3 M€).

### Recommandation

**Suite à cette publication, notre objectif de cours ressort inchangé à 16,00 € et notre recommandation reste à l'Achat.**

Prochain évènement : CA T1 le 05 mai 2022

Compte de résultat (M€)	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Chiffre d'affaires	10,6	22,5	34,5	41,4	47,6
Excédent brut d'exploitation	0,3	1,3	2,2	3,3	4,3
Résultat opérationnel courant	0,2	1,1	2,0	3,0	4,1
Résultat opérationnel	0,2	1,1	2,0	3,0	4,1
Résultat financier	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
Impôts	0,0	-0,3	-0,7	-0,8	-1,1
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	0,1	0,8	1,3	2,3	3,1
Bilan (M€)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Actifs non courants	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	1,1	2,3	3,6	4,3	5,0
Disponibilités + VMP	0,2	3,0	6,2	7,8	10,2
Capitaux propres	1,2	4,7	9,5	11,8	14,9
Emprunts et dettes financières	0,4	0,9	0,6	0,6	0,6
Total Bilan	2,8	7,6	13,1	15,9	19,5
Tableau de flux (M€)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Marge Brute d'autofinancement	0,3	1,1	1,5	2,5	3,3
Variation de BFR	-0,1	-1,2	-1,3	-0,7	-0,7
<b>Flux net de trésorerie généré par l'activité</b>	0,2	-0,1	0,3	1,8	2,6
Investissements opérationnels nets	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,3
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés aux investissements</b>	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,3
Augmentation de capital	0,0	2,5	3,4	0,0	0,0
Variation emprunts	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux nets de trésorerie liés au financement</b>	0,0	2,5	3,1	0,0	0,0
Variation de l'endettement financier net	0,1	2,3	3,2	1,6	2,4
Ratios (%)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Variation chiffre d'affaires	62,3%	113,1%	53,3%	20,1%	15,0%
Marge EBE	3%	6%	6%	8%	9%
Marge opérationnelle courante	2%	5%	6%	7%	9%
Marge opérationnelle	2%	5%	6%	7%	9%
Marge nette	1%	4%	4%	6%	6%
Investissements opérationnels nets/CA	1%	0%	1%	1%	1%
BFR/CA	10%	10%	10%	10%	10%
ROCE	9%	32%	38%	48%	55%
ROCE hors GW	9%	32%	38%	48%	55%
ROE	8%	18%	14%	20%	21%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Gearing (%)	17%	-44%	-59%	-61%	-64%
Dettes nette/EBE	0,6	-1,6	-2,5	-2,2	-2,2
EBE/charges financières	#DIV/0!	212,3	36,2	28,4	27,7
Valorisation	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Nombre d'actions (en millions)	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Nombre d'actions moyen (en millions)	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Cours (moyenne annuelle en euros)	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2
(1) Capitalisation boursière moyenne	31,8	31,8	31,8	31,8	31,8
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	0,2	-2,1	-5,6	-7,2	-9,5
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	32,0	28,8	24,2	21,7	18,3
PER	126,6	21,7	24,3	13,7	10,3
VE / EBE	35,1	12,3	11,8	7,5	5,2
VE / ROC	63,5	13,8	13,1	8,1	5,5
VE / CA	1,1	0,7	0,8	0,6	0,5
P/B	9,5	3,8	3,4	2,7	2,1
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023
Bnpa	0,03	0,27	0,42	0,75	1,00
Book value/action	0,4	1,7	3,3	4,1	5,2
Dividende /action	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

**Système de recommandations :**

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

**Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

**Accumuler** : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

**Sous revue** : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyse ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

**Historique de recommandations sur les 12 derniers mois**

**Achat** : du 01/07/2021

**Accumuler** : (-)

**Alléger** : (-)

**Vente** : (-)

**Sous revue** : (-)

**Méthodes d'évaluation :**

**Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :**

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

**DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS**

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

\* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière.

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate. Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des Etats-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

**EuroLand Corporate**  
17 avenue George V  
75008 Paris  
01 44 70 20 80