

Kumulus Vape

E-commerce

Achat	Potentiel	35%
Objectif de cours		13,50 €
Cours au 30/06/2021 (c)		10,00 €
Euronext Paris		
Reuters / Bloomberg		
	ALVAP.PA / ALVAP:FP	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	60,3%	-32,7%	20,2%	142,8%
Perf CAC Small	15,6%	-2,2%	4,3%	48,7%

Informations boursières	
Capitalisation (M€)	28,4
Nb de titres (en millions)	2,84
Volume moyen 12 mois (titres)	232
Extrêmes 12 mois	2,20 € 15,90 €

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

Données financières (en M €)				
au 31/12	2020	2021e	2022e	2023e
CA	22,5	30,0	36,1	41,5
var %	113,1%	33,6%	20,0%	15,0%
EBE	1,3	2,1	2,9	3,9
%CA	5,7%	7,0%	8,1%	9,3%
ROC	1,1	2,0	2,8	3,7
%CA	5,1%	6,6%	7,8%	9,0%
RN	0,8	1,5	2,2	2,9
%CA	3,7%	5,1%	6,0%	6,9%
Bnpa (€)	0,27	0,50	0,70	0,93
ROCE (%)	32%	43%	51%	59%
ROE (%)	18%	16%	18%	20%
Gearing (%)	-44%	-65%	-66%	-69%
Dette nette	-2,1	-6,3	-7,8	-10,1
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	10,5	7,0	4,7
VE/ROC (x)	13,8	11,1	7,3	4,9
PE (x)	21,7	18,5	13,1	9,9

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

Un pure player du e-commerce !

- Fondé en 2012, Kumulus Vape a réussi en quelques années à devenir un acteur majeur du marché français de la cigarette électronique avec 110 000 commandes en 2020. Dans un marché atomisé, Kumulus Vape se distingue en proposant l'une des offres les plus riches du marché (7 000 références et 300 marques) avec un mix composé de ventes BtoB (84%) et BtoC (16%).
- Alors que le marché est actuellement dominé par les ventes en boutiques spécialisées (60% du marché), le Groupe a su se différencier et croître rapidement (TCAM du CA de 95,4% entre 2017-20) avec son modèle de vente en ligne BtoB et BtoC. Le Groupe compte mettre en œuvre plusieurs leviers afin de profiter de l'adoption grandissante de ce produit de lutte contre le tabagisme.
- Aujourd'hui, après avoir enregistré une croissance de +113% en 2020 malgré la crise sanitaire, Kumulus Vape a pour ambition de doubler son CA à horizon 2023 (TCAM de 22,6% entre 2020-23). Cet objectif sera atteint en capitalisant sur ses positions existantes, son savoir-faire, sur un site logistique significatif (potentiel de 80,0 M€ de commandes traitées sur le site de Corbas) et sur de nouveaux leviers.
- Dans un marché français estimé à 2 millions d'utilisateurs et attendu à 1,3 Mds€ en 2023 (TCAM de 10% 2018-23), la société entend poursuivre le développement de son activité sur les prochaines années. Pour ce faire, le Groupe devrait poursuivre sa stratégie de volume afin de continuer à gagner des parts de marché sur la distribution en BtoB et BtoC. La société qui a toujours été rentable devrait maintenir cette dynamique. A horizon 2023, la rentabilité opérationnelle devrait ressortir à 9,3% grâce à la maîtrise des coûts au regard de l'évolution de l'activité.
- Compte tenu de ces éléments, notre valorisation de Kumulus Vape, issu de la moyenne des valorisation par DCF (14,80 €) et par comparable (12,20 €) fait ressortir un objectif de cours (fully-diluted) de 13,50 €. Nous initions la couverture de Kumulus Vape avec une opinion à Achat.

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	4
SWOT	5
KUMULUS VAPE : LE SPÉCIALISTE DE LA CIGARETTE ÉLECTRONIQUE	6
HISTORIQUE DE LA SOCIÉTÉ	8
UN BUSINESS MODEL DIGITAL VERTUEUX	9
UNE OFFRE COUVRANT L'ENSEMBLE DES BESOINS	13
LA VAPE, UNE RÉPONSE AUX ENJEUX SANITAIRES ET ÉCOLOGIQUES	18
UN MARCHÉ FRAGMENTÉ	19
PERSPECTIVES STRATÉGIQUES ET FINANCIÈRES	20
UNE STRATÉGIE COHÉRENTE ET DES ATOUTS POUR RÉUSSIR !	20
UNE RENTABILITÉ PORTÉE PAR LA CROISSANCE	23
UNE STRUCTURE FINANCIÈRE SAINÉ	24
VALORISATION DE KUMULUS VAPE	27
VALORISATION PAR LES DCF	27
VALORISATION PAR LES COMPARABLES BOURSIERS	29

Argumentaire d'investissement

Un pionnier de la vente en ligne de cigarettes électroniques

Pure player du e-commerce, Kumulus Vape est spécialisé dans la vente de produits de vapotage. La société distribue et commercialise des cigarettes électroniques et des produits associés (matériel, e-liquides et accessoires) via ses deux plateformes de vente en ligne. Représentant 84% du chiffre d'affaires 2020, l'activité BtoB affiche une croissance insolente de 119,4% tandis que l'activité BtoC allie croissance (+84%) et marge plus significative (~50% de TMB vs 15% pour l'activité BtoB). Cette forte dynamique de croissance rentable permet aujourd'hui à Kumulus Vape d'être un acteur majeur sur le marché français de la vape.

Un véritable outil de lutte contre le tabac

Avec plus de 11,4 millions de fumeurs en France, soit un tiers des personnes de 18 à 75 ans le tabac est l'une des addictions les plus répandues en France. Chaque année, près de 78 000 décès sont attribuables au tabagisme, soit environ 13% des décès survenus en France Métropolitaine. Entre 2016 et 2018, près d'1,6 millions de personnes ont arrêté de fumer et cette tendance offre une position de force pour les acteurs des produits de substitution au tabac et notamment la cigarette électronique. En effet, cette dernière est considérée comme la première solution de sevrage contre le tabac.

Un business model taillé pour la croissance et toujours rentable !

Kumulus Vape dispose des capacités nécessaires tant sur le plan commercial que logistique pour accompagner la montée en puissance de son activité. Adressant principalement la France, la société réalise 10% de son CA à l'international dans près de 35 destinations. Le Groupe entend accélérer son développement à l'international, en particulier en Europe. De même, Kumulus Vape dispose d'une plateforme permettant de traiter jusqu'à 80,0 M€ de commandes par an, de maîtriser sa chaîne logistique et de garantir son agilité.

Des perspectives prometteuses

La croissance sera principalement tirée par la forte dynamique des volumes sur l'activité BtoB et sera accompagnée par la solide dynamique de l'activité BtoC. D'ici 2023, nous anticipons un fort niveau d'activité avec un TCAM du chiffre d'affaires de 22,6%. Pour ce faire, la société devrait 1/ accélérer le lancement de produits en marque propre, 2/ renforcer ses moyens marketing dédiés à la visibilité en ligne notamment le SEO et 3/ réaliser des acquisitions lui permettant d'internaliser davantage de valeur ajoutée (non prise en compte dans nos estimations). De plus, l'EBE va bénéficier : 1/ de la forte croissance du chiffre d'affaires permettant d'absorber les coûts fixes et 2/ de la maîtrise des coûts engagés par la société, notamment au niveau des charges opérationnelles. A terme, la société devrait afficher une croissance de sa rentabilité avec un EBE de 3,8 M€ en 2023.

SWOT

Forces

- Une équipe qualifiée disposant d'une expertise forte
- Obtention des certifications CIMVAPE
- Pionnier de la vente en ligne de cigarettes électroniques
- Un catalogue de produits riche (7 000 références et 300 marques)
- Un portefeuille clients BtoB étoffé (plus de 900 comptes)
- Un positionnement à 360° : BtoB et BtoC
- Développement de marques propres d'e-liquides et d'accessoires
- Positionnement de substitut à la cigarette classique

Faiblesses

- Manque de proximité avec le client pour le conseiller et le fidéliser
- Dépendance envers les fournisseurs

Opportunités

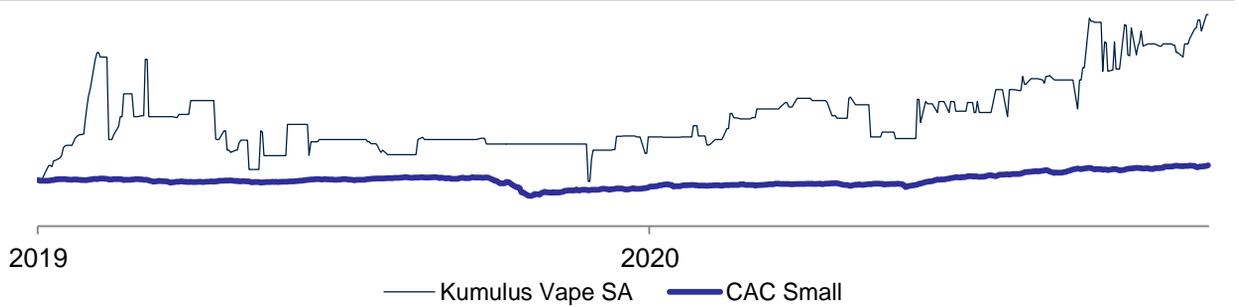
- Modèle de vente en ligne catalysé par la crise sanitaire
- Expansion du réseau de points de vente physique en France
- Marché de la cigarette électronique orienté à la hausse, porté par la lutte contre le tabagisme
- Croissance externe
- Développement à l'international

Menaces

- Cadre légal strict : pas de publicité, pas d'opération promotionnelle...
- Forte concurrence sur l'activité vente en ligne de produits de la vape aux particuliers
- Evolution défavorable de la réglementation encadrant les produits de vapotage (fiscalité, restrictions...)

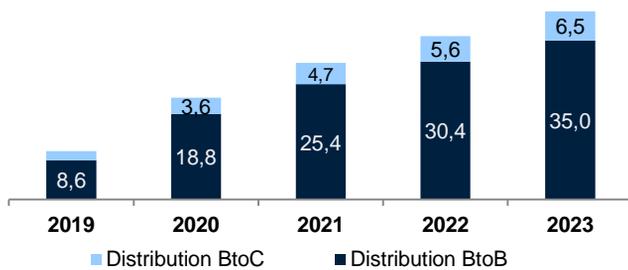


Cours de bourse vs Cac small base 100 - 01/01/19



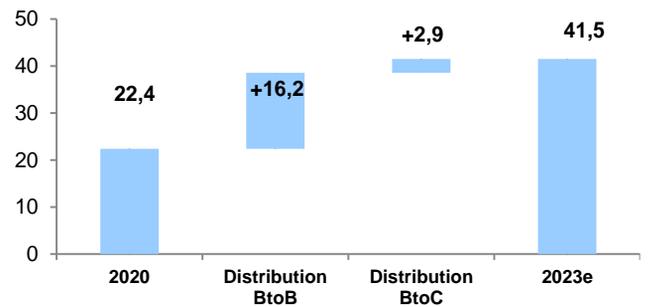
source: Euroland Corporate, Factset

Evolution du chiffre d'affaires 2019-2023e (en M€)



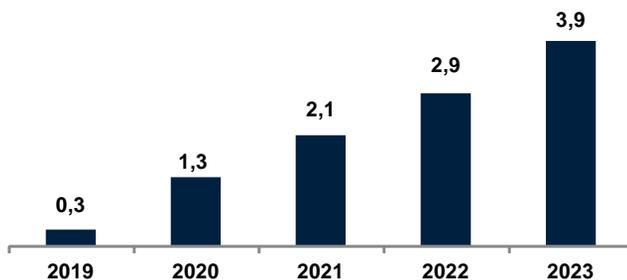
source: Euroland Corporate

Bridge chiffre d'affaires 2020-2023e (en M€)



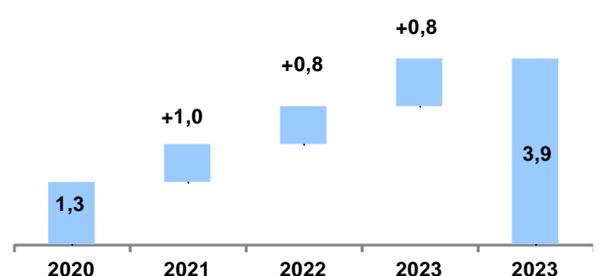
source: Euroland Corporate

Estimations d'EBE 2019-2023 (en M€)



source: Euroland Corporate

Bridge EBE 2020-2023e (en M€)



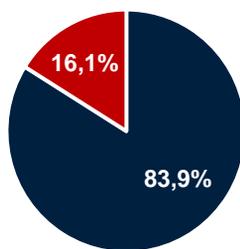
source: Euroland Corporate

Kumulus Vape, le spécialiste de la cigarette électronique

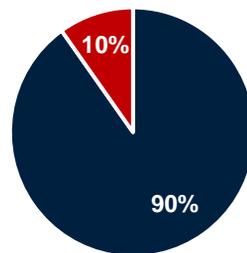
Fondée en 2012 par Rémi Baert, Kumulus Vape est une société de croissance spécialisée dans la vente de produits de vapotage. La société distribue et commercialise des cigarettes électroniques et des produits associés (matériel, e-liquides et accessoires) via ses deux plateformes de vente en ligne. Initialement orientée vers la vente aux particuliers (**BtoC**), Kumulus Vape a rapidement investi le marché des professionnels (**BtoB**) avec la création en 2017 de son site www.kmls.fr.

Cotée depuis 2019 sur Euronext Access, Kumulus Vape s'est développée **exclusivement de manière organique**, enregistrant un TCAM de son CA de +95,4% depuis 2017 pour atteindre 22,5 M€ en 2020. Cette forte croissance est le fruit d'une offre riche de **300 marques** d'un catalogue proposant plus de **7 000 références** ainsi que d'une excellente connaissance de son écosystème.

Répartition du CA 2020 par activité (M€) et géographie (%)



■ B to B ■ B to C



■ France ■ International

source : société

Afin de gagner des parts de marché en France, Kumulus déploie une stratégie de volume faisant de la société un des principaux acteurs du marché de la cigarette électronique en ligne en France. Ainsi, sur l'exercice 2020, Kumulus Vape a expédié plus de 80 000 commandes en BtoC et plus de 4,1 millions de produits en BtoB. Adressant principalement la France, la société réalise 10% de son CA à l'international dans près de 35 destinations. Le Groupe entend accélérer son développement à l'international, en particulier en Europe. Pour ce faire, la société peut s'appuyer sur un nouveau site de **2 600 m²** basé à Corbas (69) permettant au Groupe de traiter jusqu'à 80,0 M€ de commandes par an.

Historique de la société

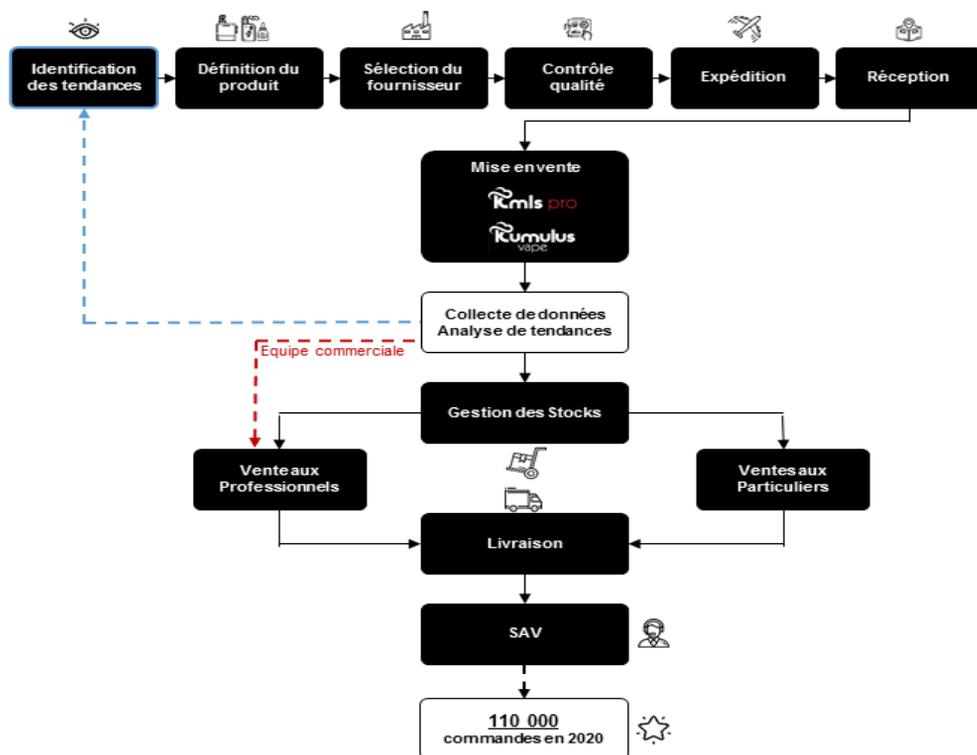


Un business model digital vertueux

Le modèle du Groupe bénéficie d'un cercle vertueux, permettant de fidéliser au mieux ses clients et ses partenaires.

Le cercle repose sur une dynamique complémentaire : la capacité à rechercher et identifier les nouvelles tendances de l'écosystème, trouver des produits de qualité et réaliser des économies d'échelle à travers sa centrale d'achats (www.kmls.fr). Au fur et à mesure que le catalogue de produits et de marques s'élargit et que l'offre se diversifie, de nouveaux vapoteurs sont attirés et des anciens fumeurs sont convertis et sont plus facilement transformés en acheteurs.

Chaîne de valeurs Kumulus Vape



source : société

C'est grâce à la mise en place de ces procédures que Kumulus Vape peut commercialiser ses articles à un prix extrêmement compétitif. Ainsi, la Société est non seulement en mesure de répondre aux attentes des consommateurs en matière de prix, mais aussi en matière d'offre et de simplicité d'utilisation du service à travers une chaîne de valeur maîtrisée du début à la fin.

Présent sur un marché où la publicité est proscrite, Kumulus Vape mise sur un référencement de qualité et une visibilité significative de sa plateforme e-commerce. Fort de 7 000 références différentes, son catalogue produits s'adresse à l'ensemble des typologies de vapoteurs dans une optique de fidélisation à l'entrée. Le site kumulusvape.fr se construit autour d'un processus de fine tuning piloté par deux développeurs internes à plein temps accompagnés par un web designer à la stratégie graphique « less is more ».

Cette vision garantit une plateforme de navigation claire et fluide qui implique une optimisation de l'expérience client. Google attribue d'ailleurs au site de Kumulus Vape un score de vitesse de 75/100 (et 60/100 sur mobile) bien au-dessus de la moyenne de ses concurrents se situant aux alentours de 42/100. Le site e-commerce voit donc ses chiffres augmenter d'une année sur l'autre, avec 2,61 millions de sessions uniques sur l'exercice 2020 (vs 2,16 en 2019) pour un nombre de pages vues s'élevant à 10,5 millions (vs 7,2 en 2019). Les performances de début d'année confirment cette tendance haussière.

Evolution du nombre de visiteurs uniques par trimestre sur le site BtoC



source : Société

Du côté BtoB, Kumulus Vape s'intéresse en priorité aux demandes entrantes dans une logique de stratégie agressive de prises de parts de marché. Pour mener à bien cet essor commercial, la société mise sur des opérations marketing concernant l'ensemble du territoire national. Début 2021, Kumulus Vape a fait parvenir aux boutiques spécialisées une plaquette de présentation axée sur ses avantages concurrentiels. Fin février, l'entreprise enregistre déjà la création de 185 nouveaux comptes pros, portant le total de ses clients actifs à près de 900. **Le modèle vertueux du Groupe permet ainsi de positionner Kumulus Vape sur un chemin d'hypercroissance toujours rentable. Dans l'objectif de soutenir cette croissance, le Groupe se concentre sur l'amélioration de chacun des axes en élargissant la gamme de produits et en optimisant son infrastructure logistique.**



L'expertise d'un spécialiste de la vape

Dirigé par des passionnés de la vape eux-mêmes anciens fumeurs, anciens dirigeants d'une boutique d'e-cigarettes ou simplement utilisateurs, l'équipe de Kumulus Vape consomme, elle-même en majorité, les produits de la vape. Les collaborateurs de Kumulus Vape, pour la plupart titulaires de la Certification Interprofessionnelle des Métiers de la Vape, mettent leur expertise à disposition de leurs clients pour les conseiller et les accompagner vers des produits rigoureusement sélectionnés. Ainsi, le Groupe réalise la totalité de l'approvisionnement grâce au savoir-faire historiquement développé et propose une grande diversité de e-liquide rare et largement « made in France », ainsi que des exclusivités internationales. A titre d'information, sur l'exercice 2020, **la France a représenté 75% des achats contre 24% pour la Chine.**

L'agilité d'une start-up

Parmi les points forts de Kumulus Vape on retrouve ses plateformes technologiques propriétaires. Le groupe dispose de ses propres systèmes développés en interne lui permettant de piloter en temps réel la gestion de ses commandes, de ses approvisionnements, de ses stocks et des livraisons pour assurer un service optimal. La société dispose également d'un logiciel mis au point en interne lui permettant de collecter, de compiler et d'analyser les données des ventes, l'équipe commerciale dispose alors d'une feuille de route optimale pour proposer à l'ensemble de ses clients des offres en adéquation avec les tendances du moment.



Le PDG et fondateur de la société, Rémy Baert, est un spécialiste du marketing et de l'e-business. La société dispose aujourd'hui d'une équipe jeune qui utilise toutes les dernières techniques pour développer l'audience alors que le cadre légal strict limite l'usage de la publicité. La société a notamment recours au référencement naturel (SEO), aux réseaux sociaux et à l'utilisation de la base propriétaire d'adresses mails.

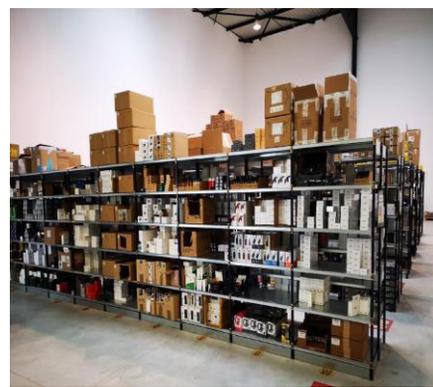
Le groupe bénéficie aussi de son positionnement de pure-player sur le web pour accentuer son avantage face aux acteurs traditionnels en proposant une offre riche et en renouvelant son offre en permanence. Au final, 10 personnes sont dédiées au Marketing et à la Relation Client.

Une logistique éprouvée



Fort d'une équipe logistique composée de 22 salariés, Kumulus Vape a choisi d'internaliser ses procédures de réception, de picking, de préparation et d'expédition. Ainsi, la société conserve le contrôle complet de la chaîne d'approvisionnement. Afin d'optimiser sa chaîne logistique, le groupe a décidé en 2019 d'établir une base logistique unique à Corbas (69). Sur place, le groupe dispose d'un entrepôt de **2 600 m²** lui permettant de gérer la totalité de son stock (de 48 jours en 2020). Répartie dans 4 lots communiquant, la marchandise est intégralement préparée et envoyée par l'équipe logistique de la Société. Depuis cette plateforme les produits sont expédiés par la suite aux particuliers ou aux professionnels avec de multiples solutions de livraisons (Chronopost, UPS, Colissimo). Les commandes effectuées sur le site dédié aux particuliers www.kumulusvape.com avant 16h00 du lundi au vendredi sont traitées et remises au transporteur le jour-même. En ce qui concerne la distribution BtoB, toutes les commandes passées avant 15h sont livrées dès le lendemain.

Site logistique de Corbas



source : société

Le service après-vente en clé de voute

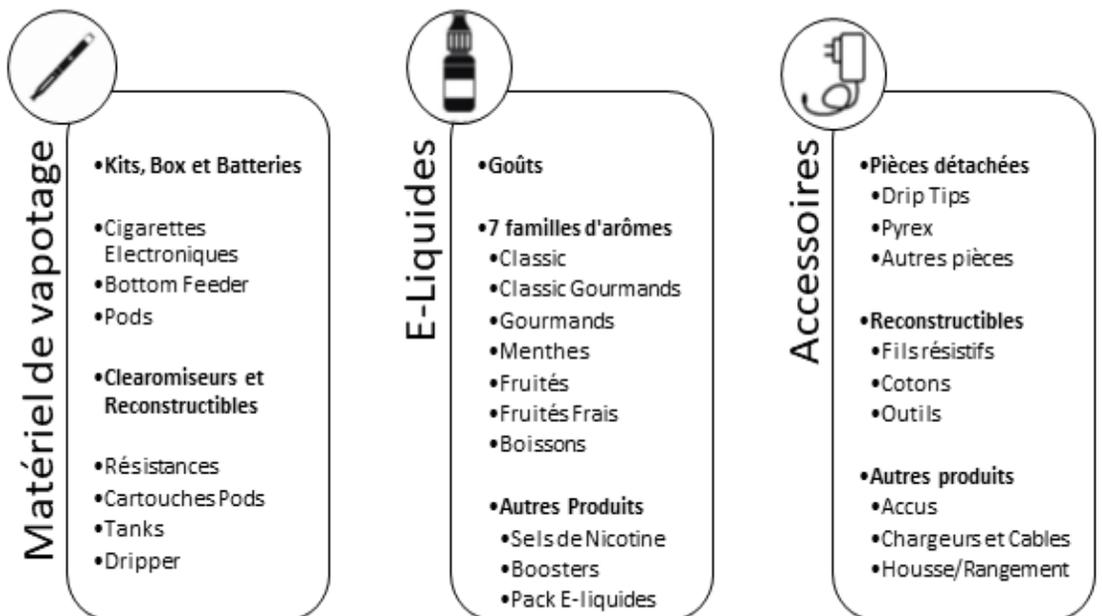


Élément fondamental, le service après-vente est la clé de voute du modèle de Kumulus Vape. En effet, la satisfaction des clients (**note de 9,8/10 sur les 12 derniers mois sur Avis Vérifiés**) et la fiabilité du service client ont permis à la société d'entrer en phase d'hyper croissance. La société permet notamment le retour et le remplacement des produits en cas de livraison endommagée. Proposant des produits de qualité, sécurisés et performants, tout en apportant des justes réponses aux interrogations et réclamations des clients. La société affiche ainsi un taux de retour inférieur à 2%.

Une offre couvrant l'ensemble des besoins

Pionnier de la vente en ligne de cigarettes électroniques, Kumulus Vape s'appuie aujourd'hui sur deux plateformes e-commerces, l'une orientée BtoC (www.kumulusvape.fr) et l'autre BtoB (www.kmls.fr). Fort d'une excellente connaissance de son écosystème et des besoins de ses clients, la société propose l'une des gammes les plus larges du marché avec plus de 300 marques et 7 000 références distribuées.

Trois grandes catégories de produits



sources : société

Leader historique et reconnu sur le marché français, Kumulus Vape commercialise des cigarettes électroniques mais aussi l'ensemble des produits associés, e-liquides, pièces détachées de remplacement, accessoires permettant ainsi de répondre à l'ensemble des besoins de ses clients tant particuliers que professionnels.

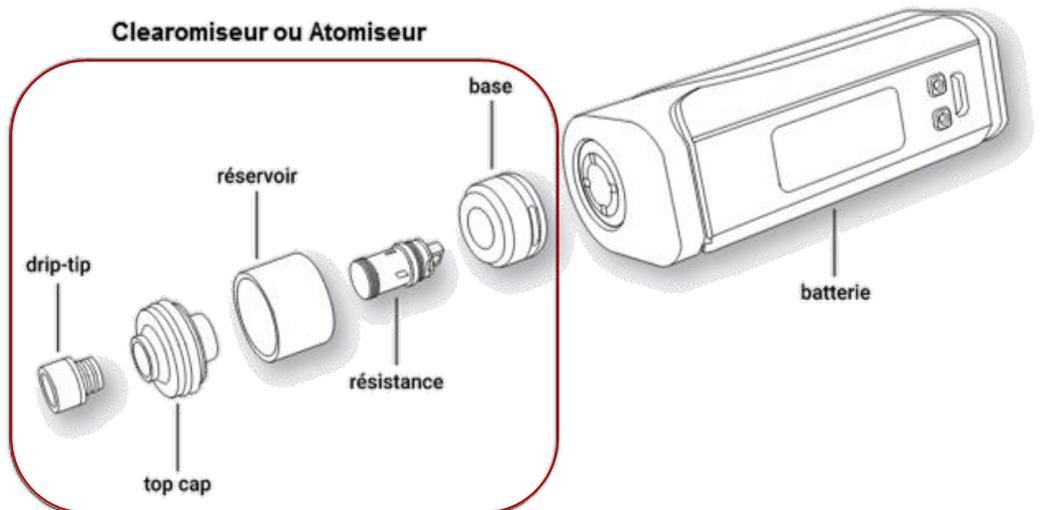
L'ensemble de ces produits peuvent ainsi être répartis dans 3 grandes catégories : 1/ le matériel de vapotage (kits, clearomiseurs et reconstructibles, batteries, ...), 2/ les e-liquides et 3/ les accessoires (pièces de remplacement, outils, chargeurs, housses de rangement...). L'ensemble de ces produits permettent donc l'équipement des clients mais aussi le rééquipement et l'achat de consommables au sein de la même plateforme.

Une large gamme de cigarettes électroniques

Pour comprendre la large gamme de matériels et produits dédiés à la cigarette électronique, il est important d'identifier les composants la constituant.

La cigarette électronique ou e-cigarette, aussi appelée vapoteuse, vaporette ou vaporisateur personnel, est un dispositif électronique générant un aérosol destiné à être inhalé. La vapeur engendrée par le dispositif peut être aromatisée (arôme de tabac, fruits, menthes...) et contenir ou non de la nicotine.

Composants d'une cigarette électronique



sources : société

Une cigarette électronique est ainsi constituée de deux parties distinctes : le clearomiseur ou atomiseur et la batterie ainsi que de plusieurs éléments avec notamment :

- Un **drip-tip**, un embout buccal pour inspirer la vapeur,
- Une **top-cap** pour faire le lien entre réservoir et le drip-tip,
- Un **réservoir** contenant l'e-liquide,
- Une **résistance** permettant de chauffer le liquide,
- Une **base** pour faire le lien avec la batterie et régler dans certains cas l'entrée d'air,
- Une **batterie** afin d'alimenter la résistance.

Outre ces principaux éléments, les cigarettes électroniques se déclinent sous forme de nombreux modèles, où la puissance, l'autonomie, la marque et l'apparence varient, allant d'une imitation d'une cigarette classique à des formes et couleurs complètement différentes.

Avec une contribution des cigarettes électroniques et principaux matériels de vapotage à hauteur de 35% de son chiffre d'affaires 2020, Kumulus Vape distribue aujourd'hui trois grands types de cigarettes électroniques.

Format le plus compact de cigarettes électroniques, les **Pods** ont connu un large succès dès leur apparition sur le marché. Produit « tout-en-un » facile d'utilisation et au format réduit, ces pods séduisent notamment par leur accessibilité, les seules manipulations que l'utilisateur a à effectuer étant le remplissage du réservoir, le changement de cartouche/résistance et le rechargement de la batterie.

Exemples de Pods commercialisés par Kumulus Vape



sources : société

Produit historique du vapotage, les **Kits Tubes** sont des cigarettes électroniques à la forme cylindrique. De la même manière que les Pods, ces produits sont compacts, faciles d'accès et conviennent aux petits et moyens fumeurs.

Exemples de Kits Tubes commercialisés par Kumulus Vape



sources : société

E-cigarettes évolutives, puissantes et disposant d'une autonomie supérieure, les **Kits Box** conviennent aux consommateurs les plus exigeants. De forme rectangulaire, ce genre de cigarette électronique propose des fonctionnalités plus avancées comme la possibilité d'intensifier ou non le ressenti en gorge ou de gérer le taux de nicotine ingéré.

Exemples de Pods commercialisés par Kumulus Vape



sources : société

Ces différentes gammes d'e-cigarettes sont ainsi adaptées à différentes typologies de clients selon leur niveau de consommation et leur passé de fumeur. Kumulus Vape souhaite à travers la diversité de son offre couvrir tous les profils et besoins de consommateurs sur son marché.

Outre ce potentiel de personnalisation au niveau de la cigarette électronique en elle-même, Kumulus Vape offre la possibilité d'acheter de nombreux éléments de personnalisation. Deux principales possibilités sont ainsi offertes aux clients : celle de personnaliser le **clearomiseur** (voir page 14) pour une expérience optimale sans manipulation particulière, ou celle de monter son propre **atomiseur reconstructible**, offrant ainsi le plus grand degré de personnalisation possible mais nécessitant un montage.



Les consommateurs peuvent ainsi acheter directement de nouveaux clearomiseurs offrant un nouveau degré de personnalisation en mode « plug and play ». Augmentation ou réduction du flux d'air, changement de sens de remplissage, gestion du tirage, ... sont autant de possibilités de personnalisation offertes aux clients pour une expérience utilisateur optimale.

Les consommateurs peuvent aussi opter pour un degré de personnalisation supplémentaire en choisissant un atomiseur reconstructible permettant de réaliser des résistances à partir de fils résistifs et de coton. Ici les possibilités de personnalisation sont quasi infinies, chaque élément étant modifiable.

Une grande diversité de liquides

En parallèle de la e-cigarette en elle-même, Kumulus Vape distribue de nombreuses marques de e-liquide. Composés principalement de glycérine végétale, de propylène glycol, d'arômes et parfois de nicotine, les liquides constituent l'élément central de la vape.

Exemples marques distribuées



sources : société

Fort de plus de 300 marques différentes dans son catalogue, Kumulus Vape propose des e-liquides en provenance des Etats-Unis, du Royaume-Uni, de Malaisie, des Philippines, mais aussi de France.

Enfin, la société a aussi développé avec l'appui d'un aromaticien 6 marques en propre avec **Mythik** (e-liquides haut de gamme avec des ingrédients français), **Mexican Cartel** (e-liquides aux recettes d'inspiration mexicaines et aux saveurs fruitées), **King Size** (sélection d'e-liquides en grands contenants), ...



Enfin, Kumulus Vape propose une gamme **Do It Yourself** permettant aux clients de créer leurs propres liquides à partir d'une base neutre, de concentrés aromatiques et de différentes concentrations de nicotine.

Au global, Kumulus Vape tire son épingle du jeu en proposant un choix très important tant en terme de e-cigarettes, que d'accessoires et de e-liquides.

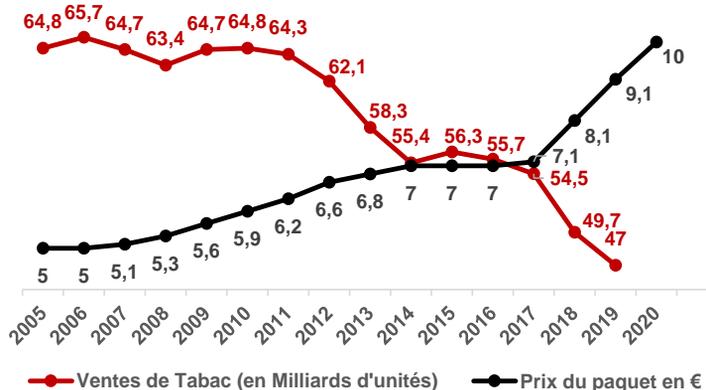
Fort d'un stock piloté finement, la société offre une disponibilité importante de ses références permettant ainsi de satisfaire les demandes clients (note 9,8/10 sur les 12 derniers mois sur Avis Vérifiés).

Enfin, le Groupe propose une politique agressive au niveau de ses prix avec des promotions régulières et met à disposition de ses clients des services (livraison offerte dès 29,90 €, paiement en 3 fois sans frais, ...) permettant d'attirer constamment de nouveaux clients tout en améliorant la fidélité de ceux-ci.

La vape, une réponse aux enjeux sanitaires et écologiques

Un des principaux leviers de croissance du marché de la cigarette électronique repose sur la lutte contre le tabac. En effet, avec plus de 11,4 millions de fumeurs en France, soit un tiers des personnes de 18 à 75 ans le tabac est l'une des addictions les plus répandues en France. Chaque année, près de 78 000 décès sont attribuables au tabagisme, soit environ 13% des décès survenus en France Métropolitaine. Dès lors, le gouvernement s'est lancé dans un combat contre le tabagisme se traduisant par une série de mesures pour faire baisser le nombre de fumeurs en France. De nombreuses campagnes de lutte anti-tabac sont prises, le prix des produits à base de tabac ne cessent d'augmenter et plusieurs plans d'accompagnement et d'aides sont mis en place. Les effets se font ressentir rapidement : entre 2016 et 2018, près d'1,6 millions de personnes ont arrêté de fumer et cette tendance offre une position de force pour les acteurs des produits de substitution au tabac.

Evolution des ventes tabac



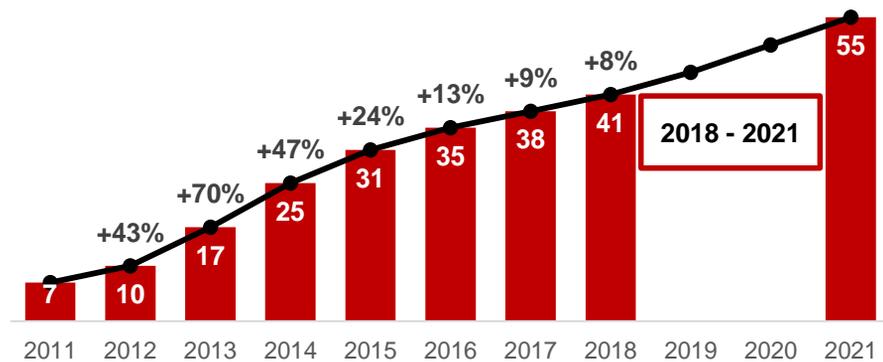
source : Observatoire Français des Drogues et des Toxicomanies

Kumulus Vape se positionne ainsi comme une alternative pour les fumeurs, dans un 1^{er} temps en tant que substitut à la cigarette et dans un 2nd temps, aide les fumeurs à arrêter totalement. C'est dans ce cadre que Kumulus Vape propose aux consommateurs des produits à différents niveaux d'intensité en nicotine pour pouvoir accompagner au mieux le client dans le processus d'arrêt et propose sur sa plateforme BtoC une partie pédagogique pour cette transition en se basant sur le passif du fumeur. De plus, chaque produit présent sur la plateforme dispose d'une fiche produit, détaillant les avantages, la composition et les performances de celui-ci. On y retrouve aussi des conseils d'utilisation ainsi que l'avis d'un expert testeur de l'équipe. L'équipe de Kumulus Vape dispose d'une réelle expertise en termes de conseil avec des collaborateurs qui pour la plupart sont titulaires de la Certification Interprofessionnelle des Métiers de la Vape.

Au-delà de la dimension liée à la santé, la cigarette électronique affiche d'autres avantages en comparaison avec la cigarette classique, notamment sur les problématiques écologiques. En effet, les villes françaises sont polluées par les mégots jetés sur la voie publique, la seule ville de Paris verrait plus de 10 millions de mégots jetés chaque jour dans la rue, soit 350 tonnes par an.

Par ailleurs, le processus de fabrication du tabac cause la perte de 200 000 hectares de forêts par an et participe activement au réchauffement climatique et l'échappement de substances toxiques diminue la qualité de l'air et de l'eau.

Evolution du nombre de vapoteurs dans le monde (en million)



source : Xerfi « l'industrie mondiale du tabac – Analyse du marché – Tendances 2019 – 2024 »



Attendu à 1,3 Mds€ en 2023 (TCAM de 10% 2018-23), la France est le 3ème marché de la vape dans le monde derrière les Etats-Unis et le UK. Le marché, estimé à 2 millions d'utilisateurs est à ce jour porté par trois canaux de distribution : les distributeurs spécialisés (60%), les e-commerçants (25%) et les buralistes (15%). L'essentiel des ventes réalisées par ces trois canaux de distribution est réalisé avec la vente de e-liquide (60%) confirmant la récurrence des acheteurs comme un élément clé de l'industrie. **De plus, on observe une tendance de hausse du panier moyen (45 € en BtoC, 750 € en BtoB) avec une montée en gamme des produits achetés au cours du temps.**

Un marché fragmenté

Panorama des forces concurrentielles présentes sur le BtoB et le BtoC

Les acteurs du marché de la vape sont nombreux. De multiples acteurs (e-commerçants, distributeurs spécialisés, et buralistes) aux tailles et aux stratégies différentes se disputent un marché encore naissant et en forte croissance. On retrouve notamment :



Le petit Vapoteur : Basé en Normandie, **Le Petit Vapoteur** est un site de vente en ligne de cigarettes électroniques qui possède également 15 boutiques en propre (à noter que Le petit Vapoteur vient de se lancer dans la distribution BtoB). La société réalise un CA de 82,5 M€ en 2020.



TAKLOPE: Fondé dans la région du Puy de Dôme, **Taklope** est un site de vente en ligne qui endosse également le rôle de grossiste pour de nombreux magasins. La société réalise un CA de 22 M€ en 2019 .



LCA distribution: Etabli à Marseille, **LCA distribution** est un grossiste online de produits de la vape qui approvisionne de nombreux magasins sur le territoire français. La société réalise un CA de 40 M€ en 2019 .



ADNS : Basé en région parisienne, **ADNS** est un grossiste online possédant plus de 8 500 produits et 270 marques pour servir environ 4 500 magasins à travers le monde. La société réalise un CA de 25 M€ en 2019.



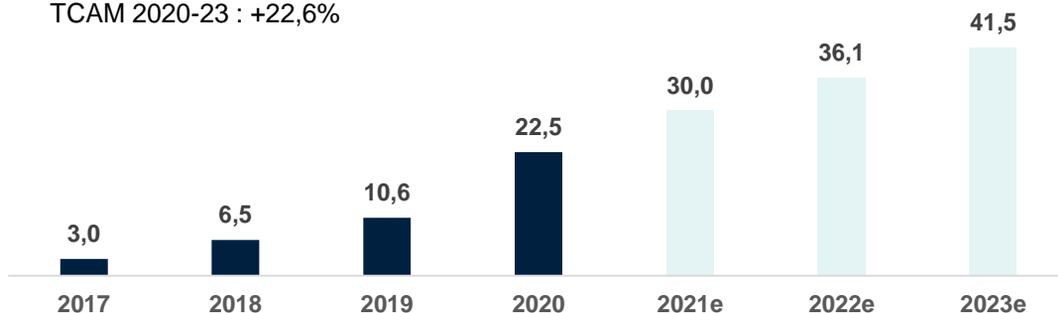
A&L: Dans un premier temps spécialisé et précurseur des liquides DIY, **A&L** a étoffé son catalogue au début de l'année 2015 afin de devenir une vraie boutique online généraliste. La société réalise un CA de 14,5 M€ en 2019 .

Perspectives stratégiques et financières

À la suite de l'introduction en bourse de la société (2019) et avec la structuration des équipes, la société est entrée dans une période de forte croissance. Aujourd'hui référent sur le marché de la vape en France, Kumulus Vape entend poursuivre le développement de son activité sur les prochaines années. Pour ce faire, le Groupe devrait poursuivre sa stratégie de volume afin de continuer à gagner des parts de marché sur la distribution en BtoB. Dans le même temps, la société devrait 1/ accélérer le lancement de produits en marque propre, 2/ renforcer ses moyens marketing dédiés à la visibilité en ligne (SEO) et 3/ réaliser des acquisitions lui permettant d'internaliser davantage de valeur ajoutée. Sur la période 2020-23e, nous anticipons un TCAM du CA de +22,6%.

Prévisions de CA de Kumulus Vape sur la période 2020-23

TCAM 2020-23 : +22,6%



source : Euroland Corporate

Une stratégie cohérente et des atouts pour réussir !

La stratégie de Kumulus Vape s'appuie sur une croissance organique dynamique ainsi que le déploiement d'une politique d'acquisitions. Les leviers identifiés par Kumulus Vape vont permettre d'afficher une poursuite de la croissance de l'activité dans les prochaines années. La croissance sera principalement portée par la poursuite de la dynamique des ventes en BtoB et BtoC.

Le BtoB, un réservoir de croissance

Avec un CA de 18,8 M€ (84% du CA) en 2020 et un TCAM de +87,8% sur la période 2017-20, le canal BtoB constitue le principal accélérateur de croissance du Groupe. Sur la période 2020-23e, nous anticipons un TCAM du CA de +23,0% affichant la capacité de Kumulus Vape à remporter des parts de marché en France sur le segment BtoB en capitalisant sur la notoriété grandissante du Groupe.

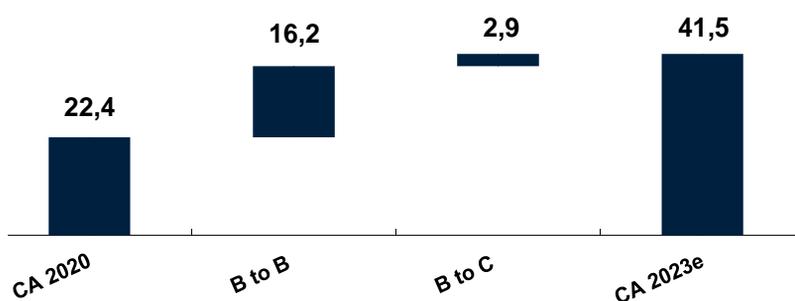
La croissance reposera principalement sur :

Le renforcement de la force commerciale et logistique, faisant passer l'effectif à 65 collaborateurs contre 45 précédemment (entre 2023 et 2020). Par la suite, les recrutements demeureront stables pour accompagner la croissance. Compte tenu de ces recrutements, nous sommes confiants quant à l'accélération des ventes des produits BtoB sur le marché Français, zone où le Groupe dispose d'un levier important sur les volumes à terme.

Le renforcement des partenariats avec les boutiques spécialisées, constitue autant de soutiens à la croissance. Ces partenariats permettront de proposer une offre globale mais également de créer un lien de proximité avec les particuliers en les conseillant.

L'expansion géographique sur les marchés Européens avec l'internationalisation des plateformes (www.kumuluvape.fr (BtoC) et www.kmls.fr (BtoB))

Contribution au CA par segment (M€)



source : Euroland Corporate

L'activité BtoC restera dynamique !

Second marché du Groupe avec un CA 2020 de 3,6 M€ (16% du CA), l'activité historique connaît une bonne dynamique +80,7% en 2020. Sur la période 2020-23e, nous anticipons un TCAM du CA de +21,5%.

Cette croissance sera alimentée par:

Le renforcement des dépenses marketing et plus spécifiquement du SEO. En effet, la publicité étant interdite pour les produits du vapotage, les dépenses marketing de la société concernent exclusivement le référencement naturel. A ce titre, la société devrait renforcer ses efforts afin de promouvoir ses sites.

L'enrichissement des gammes avec le lancement de marques propres de consommables permettant également d'améliorer les marges. Aujourd'hui, le Groupe propose 6 marques propres à ses clients.

La croissance externe pour une nouvelle dimension !

Depuis sa fondation en 2012, Kumulus Vape n'a pas eu recours à la croissance externe. L'ambition du Groupe, à savoir devenir le leader européen de l'industrie de la vape à horizon 2023 devrait passer par le M&A. En effet, afin de renforcer son profil multicanal et pour accélérer sa croissance, le groupe devrait procéder à des opérations de M&A et entend notamment:

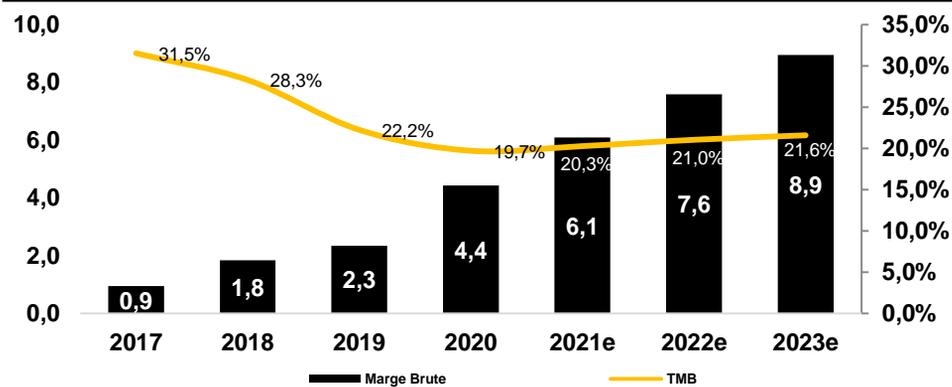
- Acquérir des briques technologiques/marques complémentaires qui viendront 1/ enrichir l'offre de Kumulus Vape et 2/ permettre d'internaliser davantage de valeur ajoutée ;
- Acquérir des distributeurs européens afin d'étendre le positionnement international du Groupe en lui donnant accès à de nouvelles zones géographiques.

Une rentabilité portée par la croissance

Si le taux de marge brute a connu un tassement au cours des 3 derniers exercices en passant de 31,5% à 19,7% en 2020 compte tenu de la montée en puissance de l'activité BtoB (≈ 15% de taux de marge brute vs ≈50% pour l'activité BtoC), ce dernier devrait légèrement s'améliorer à la faveur de la montée en puissance des produits maison mieux margés. De plus, l'EBE va bénéficier : 1/ de la forte croissance du chiffre d'affaires permettant d'absorber les coûts fixes et 2/ de la maîtrise des coûts engagés par la société, notamment au niveau des charges opérationnelles. A terme, la société devrait afficher une croissance de sa rentabilité avec un EBE de 3,8 M€ en 2023.

Alors que le mix ne devrait pas évoluer sensiblement (84,0% BtoB et 16,0% BtoC), le lancement des produits en marques propres mieux margés devrait permettre d'améliorer progressivement le taux de marge brute de Kumulus Vape sur les trois prochains exercices à un niveau proche de 21,5%.

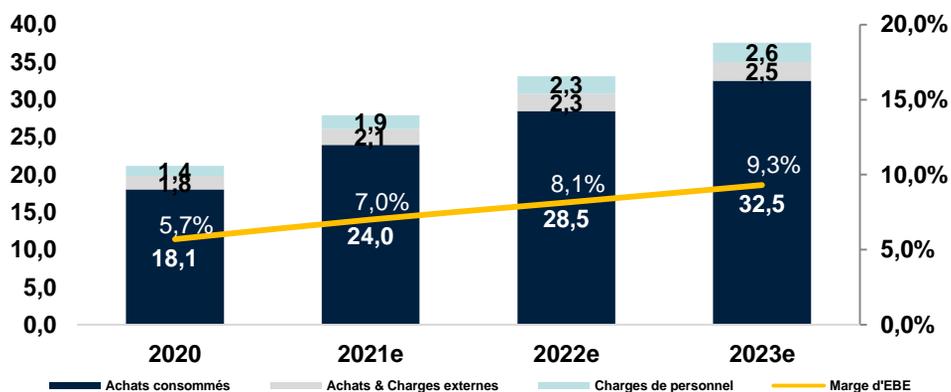
Prévisions de marge brute sur la période 2020-23



source : Euroland Corporate

Afin d'accompagner son développement, Kumulus entend renforcer ses capacités logistiques et commerciales en France. Les frais liés au référencement devraient être plus importants sur les 3 prochains exercices afin de soutenir la dynamique commerciale. Les OPEX évolueront en lien avec la croissance de l'activité mais dans des proportions moindres (TCAM 2020-23 de +17,3%).

Evolution des principaux postes de charges



source : Euroland Corporate

Synthèse de nos estimations

	2020	2021e	2022e	2023e
Chiffre d'affaires	22,5	30,0	36,1	41,5
Var (%)	113%	34%	20%	15%
EBE	1,3	2,1	2,9	3,9
ROC	1,1	2,0	2,8	3,7
MOC (%)	5,1%	6,6%	7,8%	9,0%
RNpg	0,8	1,4	1,9	2,5
Marge Nette (%)	3,7%	4,6%	5,3%	6,1%

Une structure financière saine

En mai 2021, Kumulus Vape a procédé à son introduction en bourse sur Euronext Growth qui lui a permis de lever 3,5 M€. Avec une trésorerie estimée de 6,9 M€ pour des fonds propres de 9,7 M€ au 31/12/2021, Kumulus Vape présente une situation bilancielle saine. En terme de génération de cash flow, nous estimons que la société devrait générer un CF opérationnel moyen de 1,7 M€/an entre 2021 et 2023. Compte tenu d'investissements limités, la variation de trésorerie est attendue positive sur l'ensemble des exercices. La société devra néanmoins fournir des efforts en matière de gestion du BFR (postes clients, stocks, choix des fournisseurs), ce dernier étant le principal poste qui pourrait grever la génération de cash.

Structure financière prévisionnelle (2020-2023e)

	2020	2021e	2022e	2023e
Trésorerie	3,0	6,9	8,5	10,7
Dette financière	0,9	0,6	0,6	0,6
Endettement net	-2,1	-6,3	-7,8	-10,1
Capitaux propres	4,7	9,7	11,9	14,8
Gearing (%)	-44%	-65%	-66%	-69%

source : société, Euroland Corporate

Valorisation de Kumulus Vape

Pour valoriser la société, nous avons retenu deux méthodes de valorisation: l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) et les comparables boursiers.

Valorisation par les DCF

Les principales hypothèses de notre valorisation par les DCF sont les suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires** : nous retenons un TCAM de +22,6% entre 2020 et 2023 qui prend en compte la montée en puissance de l'activité BtoB, l'accélération à l'international ainsi qu'une dynamique solide des activités BtoC.
- **Rentabilité opérationnelle** : la marge opérationnelle est attendue en nette progression d'ici 2023e (9,0%). Nous prenons l'hypothèse d'une marge normative de 10,0% à terme.
- **Besoin en fonds de roulement** : nous retenons un BFR de 10,5% du CA, en ligne avec la moyenne de ces 2 dernières années.
- **Investissements** : nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement de l'ordre de 0,3 M€ à partir de 2023e (sur ses plateformes principalement).
- Un taux d'actualisation (**WACC**) de 11,00% basé sur :
 - un taux sans risque de 0,17 % ;
 - une dette financière nette estimée de -6,3 M€ au 31/12/2021
 - une prime de risque de 6,50%
 - un bêta de 1,7

Tableau des DCF

En K€	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Chiffre d'affaires	30,0	36,1	41,5	47,7	53,9	59,9	65,4	70,2	74,0	75,1
variation (%)	33,6%	20,0%	15,0%	15,0%	13,1%	11,1%	9,2%	7,3%	5,4%	1,5%
Résultat opérationnel courant	2,0	2,8	3,7	4,8	5,4	6,0	6,5	7,0	7,4	7,5
Taux de marge opérationnelle couran	6,6%	7,8%	9,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
- Impôts	-0,6	-0,8	-1,0	-1,3	-1,4	-1,6	-1,7	-1,9	-2,0	-2,0
Taux d'IS (%)	-26,5%	-26,5%	-26,5%	-26,5%	-26,5%	-26,5%	-26,5%	-26,5%	-26,5%	-26,5%
+ DAP nettes	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
en % du CA	0,8%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Cash Flow opérationnel	1,7	2,3	2,9	3,8	4,3	4,7	5,2	5,6	5,9	5,9
BFR	3,1	3,8	4,4	5,0	5,7	6,3	6,9	7,4	7,8	7,9
en % du CA	10,4%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
- Variation du BFR	-0,8	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,4	-0,1
- Investissements opérationnels	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
en % du CA	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Free Cash flow	0,7	1,4	2,1	2,8	3,3	3,8	4,2	4,7	5,0	5,4
Free Cash flow actualisé	0,6	1,2	1,6	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0

source : Euroland Corporate

Matrice de sensibilité

		Taux de marge opérationnelle courante				
		9,00%	9,50%	10,00%	10,50%	11,00%
C	10,0%	15,7	16,1	16,6	17,1	17,5
M	10,5%	14,8	15,2	15,7	16,1	16,5
P	11,0%	14,0	14,4	14,8	15,2	15,6
C	11,5%	13,3	13,7	14,0	14,4	14,7
	12,0%	12,7	13,0	13,3	13,7	14,0

source : Euroland Corporate

Notre valorisation de Kumulus Vape par DCF ressort à 14,80 € par action avec un WACC de 11,00 % et une croissance à l'infini de 1,5%.

Valorisation par les comparables boursiers

Nous avons retenu un échantillon de sociétés comparables, acteurs du e-commerce en France.

showroomprive•group

Pionnier de la vente événementielle en ligne et acteur majeur du e-commerce en France et en Europe, SRP Group est spécialisé sur la mode et la beauté. Concentré sur son cœur de cible, la Digital Woman, femme ayant un intérêt important pour la mode, active sur Internet, habituée aux achats en ligne et sur mobiles et en charge d'une grande partie du budget familial, SRP Group a réalisé un CA 2020 de 697,5 M€ (+13,3%).

miliboo.com

Miliboo est un acteur de la conception et de la vente de mobilier « tendance », modulable et personnalisable sur Internet, avec la particularité de garantir une expédition sous 24 à 72h en France. Avec plus de 2 500 références essentiellement vendues sur son site www.miliboo.com la société propose des gammes complètes de meubles pour toute la maison.

VENTE-UNIQUE.com

Créé en 2006, Vente-unique.com est un expert de la vente en ligne de mobilier en Europe. La société couvre 11 pays (France, Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Pologne, Portugal et Suisse) et a livré plus de 1,75 million de clients depuis son lancement. En 2020, Vente-unique.com a réalisé un chiffre d'affaires de 119 M€, en hausse de +24%.

LDLC

Le Groupe LDLC est l'une des premières entreprises à s'être lancée dans la vente en ligne en 1997. Aujourd'hui, distributeur spécialisé multimarques et acteur majeur du e-commerce sur le marché de l'informatique et du high-tech, le Groupe LDLC s'adresse à une clientèle de particuliers (BtoC) et de professionnels (B toB). Il exerce ses activités au travers de 15 enseignes, dispose de 7 sites marchands et compte près de 1000 collaborateurs. Le Groupe LDLC développe également un réseau de magasins en propre ou en franchise.

Verkkokauppa.com
TODENNÄÄRÖISESTI AINIA HALVEMPI

Verkkokauppa.com est une société finlandaise fondée en 1992, qui ambitionne de devenir le leader nordique du commerce de détail avec une spécialisation dans l'électronique grand public. Le groupe se repose sur 4 mégastores proposant 65 000 produits regroupés dans 26 catégories produit pour un total de 1,7 millions de clients enregistrés. L'entreprise a su prendre rapidement le tournant du commerce en ligne, devenant le magasin en ligne le plus visité de Finlande avec 70 millions de visites en 2019. Verkkokauppa.com a réalisé un chiffre d'affaires de 553,6 M€ et un résultat net de 14,6 M€ sur l'exercice 2020.

Multiples de valorisation

MULTIPLES DE VALORISATION

Société	Capitalisation	VE / CA			VE / EBITDA			VE / EBIT			P/E		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
SRP Groupe SA	400,4	0,5x	0,5x	0,5x	8,0x	7,4x	6,8x	12,4x	11,1x	9,9x	20,5x	18,4x	16,4x
Vente-Unique.com SA	177,3	1,0x	1,0x	0,9x				10,5x	9,6x	8,4x	18,1x	15,8x	13,7x
Miliboo SA	40,5	0,7x	0,6x		7,9x	7,4x		12,0x	9,4x		17,7x	14,0x	
Groupe LDLC SA	378,7	0,5x	0,4x	0,4x	4,9x	4,5x	4,3x	5,5x	5,1x	4,8x	8,5x	7,9x	7,4x
Verkkokauppa.com Oyj	371,3	0,6x	0,5x	0,5x	12,2x	11,0x	9,8x	14,9x	13,3x	11,6x	21,4x	18,9x	16,4x
Moyenne		0,7x	0,6x	0,6x	8,2x	7,6x	7,0x	11,1x	9,7x	8,7x	17,3x	15,0x	13,5x
Mediane		0,6x	0,5x	0,5x	7,9x	7,4x	6,8x	12,0x	9,6x	9,2x	18,1x	15,8x	15,1x

source : Factset

Nous appliquons la médiane des ratios de l'échantillon aux agrégats d'EBIT et de RN de la société sur les exercices 2021e, 2022e et 2023e. **La valorisation de Kumulus Vape ressort à par titre à 12,20 €.**

Conclusion

Pour conclure, nous initions la couverture de Kumulus Vape, avec une opinion à Achat et un objectif de cours (fully-diluted) de 13,50 € issu de la moyenne des valorisation par DCF (14,80 €) et par comparable (12,20 €).

Compte de résultat (M€)	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Chiffre d'affaires	10,6	22,5	30,0	36,1	41,5
Excédent brut d'exploitation	0,3	1,3	2,1	2,9	3,9
Résultat opérationnel courant	0,2	1,1	2,0	2,8	3,7
Résultat opérationnel	0,2	1,1	2,0	2,8	3,7
Résultat financier	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
Impôts	0,0	-0,3	-0,6	-0,8	-1,0
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	1,5	2,2	2,9
Bilan (M€)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Actifs non courants	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<i>dont goodwill</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR	1,1	2,3	3,1	3,8	4,4
Disponibilités + VMP	0,2	3,0	6,9	8,5	10,7
Capitaux propres	1,2	4,7	9,7	11,9	14,8
Emprunts et dettes financières	0,4	0,9	0,6	0,6	0,6
Total Bilan	2,8	7,6	12,9	15,6	18,9
Tableau de flux (M€)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Marge Brute d'autofinancement	0,3	1,1	1,8	2,4	3,1
Variation de BFR	-0,1	-1,2	-0,8	-0,7	-0,6
Flux net de trésorerie généré par l'activité	0,2	-0,1	1,0	1,8	2,5
Investissements opérationnels nets	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
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
Flux nets de trésorerie liés au financement	0,0	2,5	3,1	0,0	0,0
Variation de l'endettement financier net	0,1	2,3	3,9	1,5	2,3
Ratios (%)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Variation chiffre d'affaires	62,3%	113,1%	33,6%	20,0%	15,0%
Marge EBE	3%	6%	7%	8%	9%
Marge opérationnelle courante	2%	5%	7%	8%	9%
Marge opérationnelle	2%	5%	7%	8%	9%
Marge nette	1%	4%	5%	6%	7%
Investissements opérationnels nets/CA	1%	0%	1%	1%	1%
BFR/CA	10%	10%	10%	10%	11%
ROCE	9%	32%	43%	51%	59%
ROCE hors GW	9%	32%	43%	51%	59%
ROE	8%	18%	16%	18%	20%
Payout	0%	0%	0%	0%	0%
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%
Ratios d'endettement	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Gearing (%)	17%	-44%	-65%	-66%	-69%
Dette nette/EBE	0,6	-1,6	-3,0	-2,7	-2,6
EBE/charges financières	#DIV/0!	212,3	21,2	22,8	23,1
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)	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	28,7	28,7	28,7	28,7	28,7
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	0,2	-2,1	-6,3	-7,8	-10,1
(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)	28,9	25,6	20,4	17,9	14,6
PER	126,6	21,7	18,7	13,2	10,0
VE / EBE	35,1	12,3	10,6	7,1	4,8
VE / ROC	63,5	13,8	11,2	7,4	5,0
VE / CA	1,1	0,7	0,7	0,6	0,4
P/B	9,5	3,8	3,0	2,4	1,9
Données par action (€)	2019	2020	2021	2022	2023
Bnpa	0,03	0,27	0,50	0,70	0,93
Book value/action	0,4	1,7	3,4	4,2	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 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% 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'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre Euroland Corporate et l'émetteur.

Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : Depuis le 01/07/2021

Accumuler :

Neutre : (-)

Alléger: (-)

Vendre: (-)

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.

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

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

Disclaimer

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 États-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 États-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