



# Bourellier Group

Sociétés holdings / France

## Dans l'attente, prudence

Publication Res./CA - 21/11/2019

**Les résultats du 1er semestre confirment une activité de distribution Benelux sous pression et une grande prudence dans le redéploiement des excédents de trésorerie**

### ■ Actualité

Les résultats opérationnels du 1er semestre 2019 de Bourellier Group marquent un recul de €0.83m au S1 2018 à €0.68m. Cette strate de résultats est plus parlante que le résultat net (€2.6m en 2019 vs. €71.4m au S1 2018) lequel retrace les plus-values de cession il y a un an.

Le chiffre d'affaires des activités de distribution du 1S 2019 recule de 2.2% en partie du fait de la contraction du nombre de magasins (72 vs. 74).

Les éléments de bilan n'évoluent guère le groupe n'ayant pas redéployé de façon significative ses excédents de trésorerie

### ■ Analyse

Bourellier Group à mi 2019 reste un groupe en devenir avec d'une part une activité au Benelux de distribution de bricolage confrontée à un marché difficile et d'autre part une trésorerie excédentaire de €250m à redéployer.

#### Distribution de bricolage au Benelux

Les activités de distribution de bricolage tant en Belgique qu'en Hollande restent dominées par une concurrence acharnée dans un marché sans progression. L'arrivée de compétiteurs allemands en Hollande a durci cette concurrence dans un secteur lui-même affecté par un basculement rapide vers le « on-line », comme toute la distribution.

Les données sectorielles fournies par le groupe montrent bien un retrait du CA distribution à €110.2m vs. €112.7m. Ce recul est dû à l'absence de 2 magasins (72 vs.74) mais corrigé de cet effet périmètre, la croissance reste modeste à +0.8% en Belgique et +1.5% aux Pays Bas. Ces chiffres sont en soi une bonne performance compte tenu de l'état des marchés sous-jacents et des tensions entre Bourellier Group et Intergamma, son franchiseur en Hollande.

Pour rappel Bourellier Group a porté devant la justice batave le conflit d'intérêt né du rachat en 2018 par Intergamma (franchiseur) de son principal franchisé (Van Neerbos) et les dysfonctionnements observés depuis lors, notamment sur le bon paiement aux franchisés de leur bonus de fin d'année. L'affaire est susceptible de durer.

La marge d'exploitation courante revient de 1.9% au 1S-2018 à 1.4% au 1S-2019, en soi un résultat honorable largement dû à une grande attention portée aux coûts. Le passage à IFRS 16 en 2019 met en exergue indirectement le capital employé dans cette activité de distribution puisqu'il reconnaît €91m en leasings opérationnels ce qui porte les actifs immobilisés à €69m auxquels il convient d'ajouter env. €26m de BFR soit un total de près de €100m. Les quelques €100m de capital employé ne rapportent que 3% annuellement avant impôt. Ils ont donc principalement une valeur stratégique pour un concurrent ou pour Bourellier Group si ce dernier pouvait étendre sa part de marché et ainsi diluer ses coûts.



**Pierre-Yves GAUTHIER**  
otherfinancials@alphavalue.eu  
+33 (0) 1 70 61 10 50  
cs.alphavalue.com

Cette analyse a été commandée et financée par l'entreprise concernée et constitue donc un avantage non-monnaire mineur tel que défini par MIFID2

### Alléger

Potentiel: -7,77 %

Cours objectif à 6 mois 41,5 €

Cours 45,0 €

Cap. boursière M€ 280

Momentum du cours **DÉFAVORABLE**

Extrême 12 mois 38,6 ▶ 61,3

Bloomberg ALBOU FP Equity

Reuters ALBOU.PA


[Téléchargez l'analyse complète](#) [Page valeur](#)


Performance	1s	1m	3m	12m
Bourellier Group	4,65 %	9,76 %	6,30 %	-21,6 %
Autres Financières	-0,01 %	2,26 %	8,50 %	29,3 %
STOXX 600	-0,50 %	2,44 %	8,76 %	15,0 %

Dernière maj : 12/06/2019	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
PER ajusté (x)	59,0	ns	61,4	56,1
Rendement net (%)	0,83	1,11	1,11	1,11
VE/EBITDA(R) (x)	26,5	9,56	9,21	8,73
BPA ajusté (€)	1,02	0,53	0,73	0,80
Croissance des BPA (%)	20,5	-47,9	37,6	9,44
Dividende net (€)	0,50	0,50	0,50	0,50
Chiffre d'affaires (M€)	226	229	232	236
Marge opérationnelle cours...	-1,99	0,22	1,08	1,06
Résultat net pdg (M€)	83,4	3,31	4,55	4,98
ROE (après impôts) (%)	27,2	0,96	1,33	1,44
Taux d'endettement (%)	-49,9	-50,9	-42,2	-33,8

[Valorisation](#) - [Comptes](#)

Pour mémoire la valorisation comptable des actifs de distribution dans les livres de la maison mère est de l'ordre de 80m€

### **Activité de holding**

Le groupe n'a pas trouvé d'opportunité de redéploiement de sa richesse en trésorerie au-delà de quelques initiatives de taille marginale. Les dirigeants du groupe ont toujours affiché leur préférence pour des affaires bien établies aux cash flows réguliers. Les taux d'intérêts négatifs ont renchéri tous les actifs financiers (baisse du coût moyen pondéré du capital) mais aussi favorisé les fonds de private equity ayant largement recours au ré-endettement de leurs acquisitions pour se garantir d'une performance financière sur les 5 à 7 années du fonds. Ces méthodes d'extraction immédiate de valeur bénéficient du contexte de taux très bas/négatifs. Bourrelier Group n'investit pas dans cette logique de « fast money » avec l'argent de tiers mais bien dans la poursuite de la constitution d'un actif patrimonial.

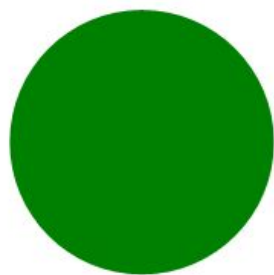
Tant les risques inhérents au cycle économiques que les signaux de ralentissement de la croissance économique mondiale ont incité Bourrelier Group à ne pas donner suite aux opérations de prise participations majoritaires étudiées par Bourrelier Group, et ce dans le but essentiel de protéger tant le patrimoine de l'entreprise que celui de ses actionnaires. Il est donc raisonnable d'attendre.

### **■ Impact**

Les résultats en retrait au 1S-2019 mettent en évidence un excès d'optimisme de notre part sur la performance de l'activité distribution en 2019. Notre anticipation d'un résultat d'exploitation courant de €5m devrait être révisée en baisse de €2m environ. L'impact sur le résultat net sera moindre puisque Bourrelier Group a enregistré au 1S des reliquats de bonus réglés par Intergamma pour €3.1m qui ont un caractère exceptionnel aléatoire tant les prévisions semblent difficiles sur ce poste

La révision en baisse des résultats des actifs de distribution de bricolage ouvre cependant une interrogation sur leur valeur au bilan. Nous avons fortement revu en baisse cette dernière il y a un an mais sous-estimé alors la part des actifs en leasing opérationnel et donc l'endettement associé à cette activité. La valeur des seuls fonds propres associés à cette activité paraît devoir être encore dégradée sous le double effet de multiples de chiffres d'affaires (EV/CA) revus en baisse (activité moins porteuse) et d'une composante dette plus élevée. En outre le conflit qui oppose Bourrelier Group à son franchiseur et sa désormais position de minoritaire laisse entrevoir peu d'espoir d'une cession rapide de cette activité dans de bonnes conditions, militant là encore pour une plus grande prudence. Nous ramenons ainsi la valorisation de la distribution de 0.4x le chiffre d'affaires à 0.3x soit une contraction de leur valeur d'entreprise de €88m à €67m , soit un impact négatif de près de €4 sur l'actif réévalué (de €51.6 à €48)

## Géographie du chiffre d'affaires



■ Pays-bas (100,0 %)

## Compte d'exploitation consolidé

		12/18A	12/19E	12/20E
Chiffre d'affaires	M€	226	229	232
Croissance du CA	%	2,38	1,39	1,31
Variation des coûts de personnel	%	-0,76	3,00	1,40
EBITDA	M€	7,00	9,79	10,0
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>%</b>	<b>3,09</b>	<b>4,27</b>	<b>4,32</b>
Dotations aux amortissements	M€	-7,07	-5,50	-5,50
Résultat opérationnel courant	M€	-0,26	4,29	4,55
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€</b>	<b>5,49</b>	<b>4,29</b>	<b>4,55</b>
Résultat financier net	M€	-5,50	1,50	3,00
dt serv. des engagts de retraites	M€		-0,03	-0,05
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€	94,9	-1,00	-1,00
Impôts sur les sociétés	M€	-11,7	-1,50	-2,00
Mises en équivalence	M€	0,19	0,02	0,00
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€</b>	<b>6,35</b>	<b>3,31</b>	<b>4,55</b>
NOPAT	M€	0,01	3,04	3,22

## Tableau de financement

		12/18A	12/19E	12/20E
EBITDA	M€	7,00	9,79	10,0
Variation du BFR	M€	5,25	-1,79	0,45
Dividendes reçus des SME	M€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	-4,90	-1,50	-2,00
Eléments exceptionnels	M€			
Autres cash flow d'exploitation	M€	-6,13	-1,00	-1,00
Cash flow d'exploitation total	M€	1,22	5,50	7,50
Investissements matériels	M€	-1,94	-4,82	-5,00
Flux d'investissement net	M€	1,15	-34,8	-35,0
Charges financières nettes	M€	-5,50	1,50	3,00
Dividendes (maison mère)	M€	-12,4	-3,11	-3,11
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	-97,6	-2,23	-4,07
Variation de la trésorerie	M€	221	-31,5	-31,6
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€</b>	<b>-6,22</b>	<b>2,18</b>	<b>5,50</b>

## Données par action

		12/18A	12/19E	12/20E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	6,21	6,21	6,21
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	6,21	6,21	6,21
<b>BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)</b>	<b>€</b>	<b>1,02</b>	<b>0,53</b>	<b>0,73</b>
Actif net réévalué par action	€			
<b>Dividende net par action</b>	<b>€</b>	<b>0,50</b>	<b>0,50</b>	<b>0,50</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	51,6 €	55 %	● Chargeurs
Rendement	17,4 €	20 %	● GBL
DCF	42,1 €	10 %	■ Investor
P/E	22,5 €	10 %	■ Hal Trust
Cours/Actif net comptable	64,4 €	5 %	● Corporacion Financ...
Objectif de cours	41,5 €	100 %	■ Kinnevik Investment
			● Sonae
			● Ackermans & van H...
			■ Wendel

[Calcul NAV/SOTP](#)

## Bilan

		12/18A	12/19E	12/20E
Survaleurs	M€	34,5	34,5	35,0
Total actif incorporel	M€	38,9	36,3	37,0
Immobilisations corporelles	M€	59,1	60,0	60,0
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	1,64	2,00	2,00
BFR	M€	23,7	25,4	25,0
Autres actifs courants	M€	30,8	32,0	32,0
Actif total (net des engagements CT)	M€	158	190	220
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€</b>	<b>343</b>	<b>342</b>	<b>344</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	0,06	0,06	0,06
Provisions pour retraite	M€	1,00	2,10	2,44
Autres prov. pour risques et charges	M€	0,20	1,00	2,10
Total des prov. pr risques et charges	M€	1,20	3,10	4,54
Charges d'IS	M€	2,94	3,00	3,00
Autres charges	M€			
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€</b>	<b>-190</b>	<b>-159</b>	<b>-131</b>
Passifs totaux	M€	158	190	220

## Capitaux employés

		12/18A	12/19E	12/20E
Capitaux investis	M€	123	124	124

## Ratios de profits & risques

		12/18A	12/19E	12/20E
<b>ROE (après impôts)</b>	<b>%</b>	<b>27,2</b>	<b>0,96</b>	<b>1,33</b>
Rendement des capitaux investis	%	0,01	2,46	2,59
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>%</b>	<b>-49,9</b>	<b>-50,9</b>	<b>-42,2</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-27,1	-16,2	-13,1
Couverture des frais financiers	x	-0,05	-2,80	-1,49

## Ratios de valorisation

		12/18A	12/19E	12/20E
<b>PER ajusté</b>	<b>x</b>	<b>59,0</b>	<b>ns</b>	<b>61,4</b>
Rendement du cash flow disponible	%	-1,66	0,78	1,97
P/ANC	x	1,09	0,82	0,81
<b>Rendement du dividende</b>	<b>%</b>	<b>0,83</b>	<b>1,11</b>	<b>1,11</b>

## Valeur d'entreprise

		12/18A	12/19E	12/20E
Capitalisation boursière	M€	374	279	279
+ Provisions	M€	1,20	3,10	4,54
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	-190	-159	-131
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	0,00	0,00	0,00
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€		30,0	60,0
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€			
= Valeur d'entreprise	M€	186	93,6	92,6
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>26,5</b>	<b>9,56</b>	<b>9,21</b>
VE/CA	x	0,82	0,41	0,40

Analyste : Pierre-Yves Gauthier, Changements de prévisions : 12/06/2019.