



Bourrelier Group

Sociétés holdings / France

2018 : plus-values et frustrations hollandaises

Dernière News - 12/06/2019

Bourrelier Group aura finalisé en 2018 la cession de ses activités historiques. €235m sont potentiellement à redéployer. L'activité de distribution au Bénélux ne consomme pas de trésorerie mais de la ressource managériale.

Actualité

Le résultat net 2018 à €82.7m est en forte progression sur la perte de €-48.7m de l'exercice précédent. 2017 avait été marqué par ajustement de valeur sur les activités du Benelux. 2018 est dominé par les plus-values sur la cession finalisée début 2018 des activités de distribution de bricolage sur la France et l'Espagne.

La réalité opérationnelle est celle de l'activité de distribution de bricolage conservée, soit €223m de chiffres d'affaires au Benelux en progression de 0.8%. Le résultat opérationnel courant de cette activité au Benelux rebondit de €0.4m à €3.5m grâce à un bon contrôle des coûts. Les autres activités plutôt assimilables à des activités de siège coûtent environ €4m en exploitation pour un Ebit groupe de €0.25m environ après annulations des opérations internes.

La trésorerie nette à fin 2018 s'établit à €195m environ face à des fonds propres de €343.2m. A fin 2018 cet excédent de trésorerie n'avait pour l'essentiel pas été redéployée dans de nouveaux investissements.

Analyse

A l'issue de 2018, le groupe s'assimile à une activité opérationnelle de distribution de bricolage et à €235m de cash net.

Les éléments opérationnels laissent entrevoir un exercice difficile, plus difficile que nos anticipations (CA anticipé à €225m). La croissance modeste sur l'année s'analyse comme un démarrage 2018 très difficile, suivi d'une accélération à partir du printemps (jardinage), la moindre contribution de 2 magasins en Hollande, suite à un incendie fin novembre 2018 et l'expropriation effective sur un autre à compter de Juin 2018 ramenant donc le total à 32 en fin d'exercice (et 33 en 2019) sur ce pays.

Bien que le chiffre d'affaires 2018 s'affiche en deçà de nos attentes, la rentabilité opérationnelle résiste sur un niveau de marge certes bas (1.6% vs. 1.8% attendus).

En Hollande notamment, la concurrence des distributeurs germaniques (Bauhaus et Hornbach) semble avoir contraint les deux enseignes du groupe Bourrelier (Gamma et Karwei). Il convient aussi de rappeler que les fortes tensions entre Bourrelier Group et son franchiseur au Benelux (Intergamma) n'ont pas trouvé de solution ce qui a conduit à des conditions de fonctionnement sous-optimales. En effet Bourrelier Group reproche à Intergamma de donner une image erronée de sa santé financière et d'être en concurrence frontale avec ses franchisés depuis l'acquisition par Intergamma des actifs de CRH. Le groupe Bourrelier a ainsi été en justice pour obtenir toute la transparence nécessaire et requérir d'Intergamma l'information qui conforterait sur l'intégrité de ce dernier quant aux conditions



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

AlphaValue a été mandaté par Bourrelier Group pour la production et la diffusion d'une analyse financière sur Bourrelier Group.

Alléger	Potentiel: -5,64 %
Cours objectif à 6 mois	40,6 €
Cours	43,0 €
Cap. boursière M€	268
Momentum du cours	NÉGATIF
Extrême 12 mois	39,0 ▶ 66,8
Bloomberg	ALBOU FP Equity
Reuters	ALBOU.PA



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



Performance	1s	1m	3m	12m
Bourrelier Group	-10,0 %	-11,5 %	-8,51 %	-30,6 %
Autres Financières	2,19 %	1,95 %	7,00 %	5,82 %
STOXX 600	2,21 %	0,99 %	1,99 %	-1,82 %

Dernière maj : 12/06/2019	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
PER ajusté (x)	59,6	ns	58,7	53,6
Rendement net (%)	0,82	1,16	1,16	1,16
VE/EBITDA(R) (x)	27,1	8,29	7,98	7,55
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 coura...	-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](#)

faites aux franchisés, notamment ceux n'ayant pas participé au financement des actifs achetés à CRH. Par ailleurs après constat que le franchiseur avait indûment retenu des sommes dues au groupe Bourrelier en violation des contrats de franchise, ce dernier a engagé une autre action en justice.

Ces dysfonctionnements à la tête d'Intergamma sont d'autant plus frustrants qu'Intergamma met à disposition de ses franchisés les outils de vente en ligne qui assurent une belle croissance en termes de CA (ventes en ligne représentant 7.5% de l'activité Benelux en 2018 contre 5% en 2017) mais pas en termes de marge. Il semblerait que Bourrelier Group, via son Directeur Général délégué, Yoann Bourrelier ait pris le taureau opérationnel par les cornes en adaptant l'exploitation des magasins à la déformation du cycle de vente du fait des achats en ligne. Pour autant la pression concurrentielle ne semble pas devoir se résorber en 2019 aussi les perspectives de rentabilité restent celles associées à une bonne gestion des coûts et une capacité d'adaptation du parc de magasins.

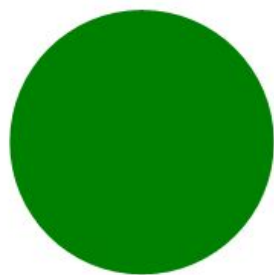
Investissements

Bourrelier Group a étudié 81 projets d'investissement dans une logique de contrôle avec une finalisation en 2018 dont le nom n'a pas été rendu public au moment de la publication des comptes fin Avril 2019. Les exigences en terme de rentabilité immédiate alors que les valorisations sont élevées rendent difficile la conclusion des affaires, ce qui ne saurait être en soit un problème.

■ Impact

Rappelons que nous abordons Bourrelier Group comme un holding familial. La valeur des actifs compte plus que le résultat d'un exercice. La position de cash net est supérieure de €20m environ à nos anticipations (soit environ €5 de plus par action) mais une analyse plus prudente de la situation concurrentielle au Benelux nous conduit à abaisser la valeur de ces actifs. Notons par ailleurs que le dividende 2018 est proposé à €0.5/action soit une forte correction par rapport aux €2 de 2017. Bien que le chiffre de 2017 ne correspondait pas à une nouvelle politique de distribution, cet élément vient négativement impacter la valorisation. Entre rendement modeste et correction de valeur sur les actifs Benelux, l'objectif de cours est revu en baisse de 5% à 10%.

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
Marge d'EBITDA(R)	%	3,09	4,27	4,32
Dotations aux amortissements	M€	-7,07	-5,50	-5,50
Résultat opérationnel courant	M€	-0,26	4,29	4,55
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	5,49	4,29	4,55
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
Résultat net ajusté, pdg	M€	6,35	3,31	4,55
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
Cash flow disponible (avant div)	M€	-6,22	2,18	5,50

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
BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)	€	1,02	0,53	0,73
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,50	0,50	0,50

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	51,6 €	55 %	● Chargeurs
Rendement	14,5 €	20 %	● GBL
DCF	42,2 €	10 %	● Investor
P/E	21,5 €	10 %	● Hal Trust
Cours/Actif net comptable	58,8 €	5 %	● Corporacion Financ...
Objectif de cours	40,6 €	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
Capitaux propres part du groupe	M€	343	342	344
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€			
Endettement net / (trésorerie)	M€	-190	-159	-131
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
ROE (après impôts)	%	27,2	0,96	1,33
Rendement des capitaux investis	%	0,01	2,46	2,59
Ratio d'endettement	%	-49,9	-50,9	-42,2
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
PER ajusté	x	59,6	ns	58,7
Rendement du cash flow disponible	%	-1,64	0,82	2,06
P/ANC	x	1,10	0,78	0,78
Rendement du dividende	%	0,82	1,16	1,16

Valeur d'entreprise

		12/18A	12/19E	12/20E
Capitalisation boursière	M€	378	267	267
+ 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€	189	81,2	80,2
VE/EBITDA(R)	x	27,1	8,29	7,98
VE/CA	x	0,84	0,35	0,34

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