



Ranya GNABA

nonfoodretail@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

corporate.alphavalue.com

L'Espagne désormais rentable

Publication Res./CA - 03/11/2016

Actualité

Le chiffre d'affaires de Bricorama s'est inscrit en baisse de 0,5% au premier semestre 2016, pour atteindre €367,68m. Cette baisse est due au recul des deux principaux marchés, France et Bénélux de respectivement, 1,2% et 2,8%. Toutefois, l'Espagne affiche un rebond de 44,4% ramenant son résultat opérationnel en territoire positif. L'expansion de son réseau en Espagne à travers l'ouverture de cinq nouveaux magasins, a clairement dynamisé les ventes et la rentabilité. Les marges du groupe ont également profité d'une meilleure rentabilité en France, suite à une bonne maîtrise des charges d'exploitation. Notons à ce niveau que l'année 2016 marque l'intégration de la norme IFRIC 21 qui a rajouté €2m au poste impôt et taxe, impactant négativement les marges sur le marché français. Le résultat net ressort à €7,471m contre €3,771m en 2015 (pro-forma) tenant compte d'une provision pour risque et charge de €5,309m dont €3,5m sont liés au litige de Séville. La position de cash de Bricorama s'est légèrement détériorée par rapport à l'année dernière, sous l'effet du BFR et un capex en hausse. Ceci explique également l'accroissement de la dette nette par rapport à son niveau enregistré à la fin de l'année 2015.

Analyse

La baisse des ventes reflète les difficultés du secteur en France. Le ralentissement du marché bricolage et une concurrence intensifiée semblent peser sur l'activité de Bricorama. D'après la banque de France, les grandes surfaces n'ont progressé que de 0,3% à fin juin 2016 contre 1,9% sur l'ensemble de l'année 2015 dans un marché déjà qui manque par ailleurs de dynamisme (+0,6% vs. 0,8% une année auparavant). Ce contexte difficile vient s'ajouter à un périmètre réseau de magasin réduit sur ce début d'année (102 magasins contre 103 en 2015) ce qui a freiné la croissance de Bricorama. Selon le management, l'activité devrait progresser sur ce T4 et nous pensons que l'amélioration des principaux indicateurs économiques devrait avoir un impact positif sur Bricorama. En effet, pour le mois de juillet, les indicateurs économiques montrent une reprise sur le marché du bricolage de 0,1% en glissement annuel contre (-1,2% en Juin et -2,6% en Mai). Les permis de constructions ont également rebondi à 376k en juillet, contre 356k un mois auparavant et une moyenne mensuelle de 322k sur l'ensemble de l'année 2016.

Impact

Nous avons révisé légèrement à la baisse notre CA 2016 tenant compte d'un premier semestre difficile qui devrait impacter les réalisations de l'ensemble de l'année. Nos objectifs de bénéfices tiennent compte d'une meilleure maîtrise des coûts mais également de l'impact négatif de l'intégration de la norme IFRIC 21 sur les marges du marché français sur le premier semestre. Nous nous attendons à un EBITDA 2016 stable par rapport à 2015 et d'une marge à l'ordre de 6,7% sur les deux prochaines années.

AlphaValue à été mandaté par Bricorama pour la production et la diffusion d'une analyse financière sur Bricorama.

| | |
|-----------------------------|---------------------------|
| Alléger | Potentiel : 1,88 % |
| Cours objectif à 6 mois | 39,2 € |
| Cours | 38,5 € |
| Capitalisation boursière M€ | 239 |
| Momentum du cours | FORT |
| Extrême 12 mois | 30,6 ▶ 38,5 |
| Newsflow | Neutre |
| Bloomberg | ALBRI FP Equity |
| Reuters | BRIP.PA |



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

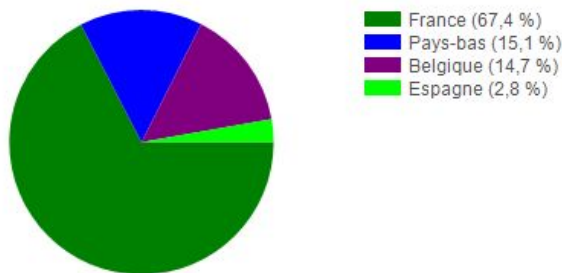


| Performance | 1s | 1m | 3m | 12m |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Bricorama | 0,00 % | 2,64 % | 10,9 % | 12,2 % |
| Distribut. non alimentaire | -1,89 % | -1,70 % | 2,33 % | -11,0 % |
| STOXX 600 | -2,99 % | -3,40 % | -1,17 % | -12,0 % |

| Dernière maj : 03/11/2016 | 12/14A | 12/15A | 12/16E | 12/17E |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| PER ajusté (x) | 15,9 | 10,4 | 13,7 | 12,8 |
| Rendement net (%) | 2,92 | 2,97 | 2,47 | 2,47 |
| VE/EBITDA(R) (x) | 5,50 | 5,74 | 6,06 | 5,85 |
| BPA ajusté (€) | 2,04 | 3,25 | 2,81 | 3,01 |
| Croissance des BPA (%) | 14,8 | 59,6 | -13,7 | 7,03 |
| Dividende net (€) | 0,95 | 1,00 | 0,95 | 0,95 |
| Chiffre d'affaires (M€) | 675 | 725 | 732 | 743 |
| Marge opérationnelle cours... | 3,82 | 4,18 | 4,15 | 4,19 |
| Résultat net pdg (M€) | 12,7 | 14,9 | 17,4 | 18,7 |
| ROE (après impôts) (%) | 4,16 | 4,76 | 5,36 | 5,51 |
| Taux d'endettement (%) | 35,0 | 36,4 | 43,1 | 39,8 |

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

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

| | | 12/15A | 12/16E | 12/17E |
|---|-----------|-------------|-------------|-------------|
| Chiffre d'affaires | M€ | 725 | 732 | 743 |
| Croissance du CA | % | 7,44 | 0,96 | 1,43 |
| Variation des coûts de personnel | % | 5,06 | 1,62 | 1,10 |
| EBITDA | M€ | 48,6 | 48,7 | 49,7 |
| Marge d'EBITDA(R) | % | 13,1 | 13,1 | 13,1 |
| Dotations aux amortissements | M€ | -15,5 | -16,3 | -16,8 |
| Résultat opérationnel courant | M€ | 30,3 | 30,4 | 31,1 |
| Résultat d'exploitation (EBIT) | M€ | 32,2 | 29,7 | 31,1 |
| Résultat financier net | M€ | -4,26 | -4,49 | -4,46 |
| dt serv. des engagts de retraites | M€ | | -0,10 | -0,15 |
| Eléments except. et autres (avt impôts) | M€ | -5,31 | | |
| Impôts sur les sociétés | M€ | -7,82 | -7,84 | -8,07 |
| Mises en équivalence | M€ | 0,06 | 0,06 | 0,06 |
| Intérêts minoritaires | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Résultat net ajusté, pdg | M€ | 20,2 | 17,4 | 18,7 |
| NOPAT | M€ | 21,3 | 21,0 | 22,0 |

Tableau de financement

| | | 12/15A | 12/16E | 12/17E |
|---|-----------|--------------|-------------|-------------|
| EBITDA | M€ | 48,6 | 48,7 | 49,7 |
| Variation du BFR | M€ | -21,4 | -16,6 | -9,82 |
| Dividendes reçus des SME | M€ | 0,21 | 0,21 | 0,21 |
| Impôt payé | M€ | -10,3 | -7,84 | -8,07 |
| Eléments exceptionnels | M€ | | | |
| Autres cash flow d'exploitation | M€ | -12,8 | | |
| Cash flow d'exploitation total | M€ | 4,26 | 24,5 | 32,0 |
| Investissements matériels | M€ | -8,90 | -16,4 | -8,84 |
| Flux d'investissement net | M€ | -8,90 | -16,4 | -8,84 |
| Charges financières nettes | M€ | -4,26 | -4,49 | -4,46 |
| Dividendes (maison mère) | M€ | -5,90 | -6,22 | -5,91 |
| 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€ | 35,7 | -9,51 | -12,6 |
| Variation de la trésorerie | M€ | -6,59 | -1,40 | 10,5 |
| Cash flow disponible (avant div) | M€ | -8,90 | 3,61 | 18,7 |

Données par action

| | | 12/15A | 12/16E | 12/17E |
|---|----------|-------------|-------------|-------------|
| 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. surv. et dilut.) | € | 3,25 | 2,81 | 3,01 |
| Actif net réévalué par action | € | | | |
| Dividende net par action | € | 1,00 | 0,95 | 0,95 |

Valorisation

| Méthodes | Valeur | Poids | Principaux comparables |
|---------------------------|--------|-------|------------------------|
| DCF | 37,0 € | 35 % | Kingfisher |
| Somme des parties | 35,8 € | 20 % | Travis Perkins |
| VE/Ebitda | 44,7 € | 20 % | Rexel |
| P/E | 34,4 € | 10 % | Wolseley |
| Rendement | 30,1 € | 10 % | Carrefour |
| Cours/Actif net comptable | 74,2 € | 5 % | |
| Objectif de cours | 39,2 € | 100 % | |

Calcul NAV/SOTP

Bilan

| | | 12/15A | 12/16E | 12/17E |
|---|-----------|------------|------------|------------|
| Survaleurs | M€ | 199 | 199 | 199 |
| Total actif incorporel | M€ | 200 | 199 | 199 |
| Immobilisations corporelles | M€ | 82,2 | 82,0 | 73,7 |
| Immo. fin. (invest. LT dans sociétés) | M€ | 4,32 | 4,32 | 4,32 |
| BFR | M€ | 172 | 189 | 198 |
| Autres actifs courants | M€ | 12,6 | 12,6 | 12,6 |
| Actif total (net des engagements CT) | M€ | 471 | 487 | 488 |
| Capitaux propres part du groupe | M€ | 318 | 332 | 346 |
| Quasi-fonds propres et actions de préf. | M€ | | | |
| Intérêts minoritaires | M€ | 0,04 | 0,04 | 0,04 |
| Provisions pour retraite | M€ | 7,33 | 7,19 | 7,30 |
| Autres prov. pour risques et charges | M€ | 1,26 | 1,26 | 1,26 |
| Total des prov. pr risques et charges | M€ | 8,59 | 8,45 | 8,56 |
| Charges d'IS | M€ | 2,49 | 2,49 | 2,49 |
| Autres charges | M€ | | | |
| Endettement net / (trésorerie) | M€ | 142 | 144 | 131 |
| Passifs totaux | M€ | 471 | 487 | 488 |

Capitaux employés

| | | 12/15A | 12/16E | 12/17E |
|-------------------|----|--------|--------|--------|
| Capitaux investis | M€ | 645 | 662 | 666 |

Ratios de profits & risques

| | | 12/15A | 12/16E | 12/17E |
|---------------------------------|----------|-------------|-------------|-------------|
| ROE (après impôts) | % | 4,76 | 5,36 | 5,51 |
| Rendement des capitaux investis | % | 8,35 | 8,14 | 8,30 |
| Ratio d'endettement | % | 36,4 | 43,1 | 39,8 |
| Dette nette ajustée/EBITDA(R) | x | 3,45 | 3,47 | 3,31 |
| Couverture des frais financiers | x | 2,43 | 2,41 | 2,44 |

Ratios de valorisation

| | | 12/15A | 12/16E | 12/17E |
|-----------------------------------|----------|-------------|-------------|-------------|
| PER ajusté | x | 10,4 | 13,7 | 12,8 |
| Rendement du cash flow disponible | % | -4,26 | 1,51 | 7,83 |
| P/ANC | x | 0,66 | 0,72 | 0,69 |
| Rendement du dividende | % | 2,97 | 2,47 | 2,47 |

Valeur d'entreprise

| | | 12/15A | 12/16E | 12/17E |
|--|----------|-------------|-------------|-------------|
| Capitalisation boursière | M€ | 209 | 239 | 239 |
| + Provisions | M€ | 8,59 | 8,45 | 8,56 |
| + Pertes/(gains) actuar. non reconnus | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| + Dette nette fin d'année | M€ | 142 | 144 | 131 |
| + Dette liée aux immo. en locat° op. | M€ | 186 | 187 | 190 |
| - Immo. fin. (juste valeur) et autres | M€ | | | |
| + Intérêts minoritaires (juste valeur) | M€ | | | |
| = Valeur d'entreprise | M€ | 545 | 579 | 569 |
| VE/EBITDA(R) | x | 5,74 | 6,06 | 5,85 |
| VE/CA | x | 0,75 | 0,79 | 0,77 |

Analyste : Ranya GNABA, Changements de prévisions : 03/11/2016.