



Brico

Building Prod. Distribution / France



Virginie BLIN

nonfoodretail@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

corporate.alphavalue.com

Confirmation de l'amélioration des marges

Nouvelle importante - 26/04/2016

Actualité

En dépit d'un deuxième semestre moins soutenu que le début de l'année, Bricorama termine 2015 sur un chiffre d'affaires en hausse de 7,4%, en glissement annuel à €725,2m. La rentabilité est satisfaisante malgré l'intégration des nouveaux magasins Gnuva qui ont impacté nativement les marges du S1. Le résultat net s'élève à €14,9m en 2015 soit une amélioration de 17,7% par rapport à l'année 2014. La situation bilancielle du groupe demeure confortable malgré l'accroissement de ses engagements bancaires, le ratio d'endettement ressort à 43% correspondant à une dette nette aux alentours de €141,2m (€90,4m en 2014). Bricorama a dû consentir en 2015 un important effort d'investissement, s'élevant à €48,9m (vs. €47,6m sur la période 2012-14) et ce pour financer son expansion principalement, par l'acquisition des nouveaux magasins Gnuva en France. Le développement des importations via la filiale Bricorama Asia s'est traduit par un double impact sur les crédits documentaires (+80%) et sur le stock. Bricorama a vu donc sa capacité de génération de cash se fragiliser, notamment sous l'effet négatif du BFR. Les comptes 2015 incluent le versement de €3,350m lié au litige avec le bailleur sur la fermeture anticipée du magasin de Séville (€2,361m devraient être encaissés en 2016). Le groupe annonce s'être pourvu en cassation devant la cour Suprême de Madrid.

Analyse

L'intégration des nouveaux magasins Gnuva sur son marché domestique, a permis à Bricorama d'augmenter son CA de €37,6m. Par ailleurs, l'intégration de Gnuva semble doublement positive, du fait d'une meilleure rentabilité au m2 (4.7% de la surface totale du groupe génère 5.2% du CA). L'expansion du réseau Bricorama a s'est également réalisée à l'international avec la reprise de 4 magasins « Bricoking » en Espagne. Offrant un potentiel important (1 magasin/200 000 habitant contre 30 000 en France), le marché espagnol est en phase de reprise et son développement est l'une des priorités/objectifs de la société en 2016. Le retournement positif reste toutefois modeste aux Pays-Bas, où les revenus ont progressé de seulement 2,0% sur l'ensemble de l'année contre 7,0% en Espagne. Toutefois, l'activité marque le pas en Belgique (-2,4% en glissement annuel) où les attentats ont significativement pesé sur la confiance des consommateurs. Le management reste toutefois confiant sur le potentiel qui reste porteur en Belgique et compte développer son parc magasins. L'attention portée sur le marché domestique nous apparaît être un choix rationnel au vu de son importante rentabilité, une marge d'EBITDA de 7,7% vs. 4.5% au Benelux et à comparer à des activités espagnoles structurellement déficitaires. Toutefois, l'intégration des magasins Gnuva a légèrement perturbé les marges (en léger recul comparé à 2014) mais nous considérons cela comme un investissement, car à l'avenir le groupe pourra mettre en place des synergies de coût et mieux maîtriser ses charges.

Impact

Les réalisations 2015 ressortent légèrement supérieures à nos attentes notamment en terme de marges puisque nous avons surestimé l'impact négatif des magasins

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

Achat

Potentiel : 22,4 %

Cours objectif à 6 mois	42,8 €
Cours	35,0 €
Capitalisation boursière M€	218
Momentum du cours	BON
Extrême 12 mois	31,5 ▶ 35,6
Newsflow	Neutre
Bloomberg	ALBRI FP Equity
Reuters	BRIP.PA


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

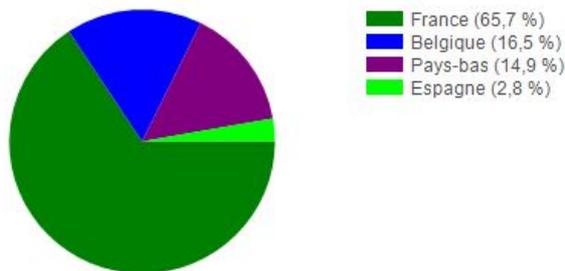

Performance	1s	1m	3m	12m
Bricorama	0,72 %	1,45 %	4,60 %	6,28 %
Distribut. non alimentaire	-0,84 %	-2,19 %	2,63 %	-8,29 %
STOXX 600	0,45 %	-2,35 %	4,48 %	-15,6 %

Dernière maj : 28/12/2015	12/13A	12/14A	12/15E	12/16E
PER ajusté (x)	18,2	15,9	16,4	11,4
Rendement net (%)	2,93	2,92	3,12	3,14
VE/EBITDA(R) (x)	5,90	5,50	5,65	5,47
BPA ajusté (€)	1,78	2,04	2,06	3,07
Croissance des BPA (%)	-26,3	14,8	0,95	49,3
Dividende net (€)	0,95	0,95	1,05	1,10
Chiffre d'affaires (M€)	692	675	733	747
Marge opérationnelle coura...	3,55	3,82	4,05	4,30
Résultat net pdg (M€)	11,0	12,7	12,8	19,1
ROE (après impôts) (%)	3,72	4,16	3,98	5,60
Taux d'endettement (%)	42,9	35,0	32,0	34,4

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

Gnuva. Lors de notre mise à jour du modèle, nous allons tenir en compte du litige de Séville (€7,250m). La révision à la hausse de notre modèle devrait renforcer notre position positive sur le titre.

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

		12/14A	12/15E	12/16E
Chiffre d'affaires	M€	675	733	747
Croissance du CA	%	-2,47	8,60	1,88
Variation des coûts de personnel	%	2,34	4,81	4,53
EBITDA	M€	42,6	48,0	50,8
Marge d'EBITDA(R)	%	13,1	12,9	13,1
Dotations aux amortissements	M€	-16,8	-18,3	-18,7
Résultat opérationnel courant	M€	25,8	29,7	32,1
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	25,8	24,6	32,1
Résultat financier net	M€	-4,03	-2,25	-2,83
dt serv. des engagts de retraites	M€		-0,17	-0,18
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€	0,00		
Impôts sur les sociétés	M€	-9,04	-9,59	-10,3
Mises en équivalence	M€	-0,12	0,03	0,03
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Résultat net ajusté, pdg	M€	12,7	12,8	19,1
NOPAT	M€	18,0	17,4	22,7

Tableau de financement

		12/14A	12/15E	12/16E
EBITDA	M€	42,6	48,0	50,8
Variation du BFR	M€	26,7	-9,47	-2,83
Dividendes reçus des SME	M€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	-9,60	-9,59	-10,3
Eléments exceptionnels	M€			
Autres cash flow d'exploitation	M€	-9,00		
Cash flow d'exploitation total	M€	50,6	28,9	37,7
Investissements matériels	M€	-7,43	-49,2	-18,7
Flux d'investissement net	M€	-7,43	-49,2	-18,7
Charges financières nettes	M€	-4,03	-2,25	-2,83
Dividendes (maison mère)	M€	-5,90	-5,91	-6,53
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€			
Flux financiers totaux	M€	-26,7	4,27	-13,3
Variation de la trésorerie	M€	15,5	-16,0	5,71
Cash flow disponible (avant div)	M€	39,1	-22,5	16,2

Données par action

		12/14A	12/15E	12/16E
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.)	€	2,04	2,06	3,07
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,95	1,05	1,10

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	44,4 €	35 %	Kingfisher
Somme des parties	30,8 €	20 %	Travis Perkins
VE/EBITda	50,8 €	20 %	
P/E	39,5 €	10 %	
Rendement	37,8 €	10 %	
Cours/Actif net comptable	64,9 €	5 %	
Objectif de cours	42,8 €	100 %	

Calcul NAV/SOTP

Bilan

		12/14A	12/15E	12/16E
Survaleurs	M€	175	198	198
Total actif incorporel	M€	177	200	200
Immobilisations corporelles	M€	76,7	108	108
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	0,20	0,20	0,20
BFR	M€	141	151	153
Autres actifs courants	M€	14,0	16,5	16,5
Actif total (net des engagements CT)	M€	409	475	477
Capitaux propres part du groupe	M€	307	335	347
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	0,04	0,04	0,04
Provisions pour retraite	M€	6,62	5,20	5,38
Autres prov. pour risques et charges	M€	4,22	9,73	9,73
Total des prov. pr risques et charges	M€	10,8	14,9	15,1
Charges d'IS	M€	0,95	0,52	0,52
Autres charges	M€			
Endettement net / (trésorerie)	M€	90,0	124	114
Passifs totaux	M€	409	475	477

Capitaux employés

		12/14A	12/15E	12/16E
Capitaux investis	M€	579	644	649

Ratios de profits & risques

		12/14A	12/15E	12/16E
ROE (après impôts)	%	4,16	3,98	5,60
Rendement des capitaux investis	%	8,67	7,75	8,56
Ratio d'endettement	%	35,0	32,0	34,4
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	3,09	3,28	3,09
Couverture des frais financiers	x	2,22	2,72	2,76

Ratios de valorisation

		12/14A	12/15E	12/16E
PER ajusté	x	15,9	16,4	11,4
Rendement du cash flow disponible	%	19,4	-10,8	7,47
P/ANC	x	0,66	0,62	0,63
Rendement du dividende	%	2,92	3,12	3,14

Valeur d'entreprise

		12/14A	12/15E	12/16E
Capitalisation boursière	M€	202	209	217
+ Provisions	M€	10,8	14,9	15,1
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	90,0	124	114
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	184	186	188
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€			
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€			
= Valeur d'entreprise	M€	487	534	535
VE/EBITDA(R)	x	5,50	5,65	5,47
VE/CA	x	0,72	0,73	0,72

Analyste : Virginie Blin, Changements de prévisions : 28/12/2015.