



# Brico

Building Prod. Distribution / France



Imen YAHIA

nonfoodretail@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

corporate.alphavalue.com

## France en retrait et refonte du groupe

Publication Res./CA - 03/11/2017

### Actualité

Bricorama a publié des résultats décevants sur le premier semestre, presque entièrement dûs au recul des marges commerciales en France, reflet d'une plus forte intensité concurrentielle. Le résultat net consolidé est tout juste à l'équilibre après un recul de 36% du résultat opérationnel courant.

Nous profitons de cette occasion pour revenir sur le projet de cession par Bricorama SA de ses activités hexagonales.

(en milliers d'euros)	30/06/2017	30/06/2016
Chiffre d'affaires	365 451,90	365 793,80
Marge brute	36,9%	38,7%
Résultat opérationnel courant	8 707,80	13 615,50
Résultat opérationnel	4 632,10	12 927,10
Résultat net total	154,9	7 488,60

### Analyse

#### Résultat S1-2017

Le recul du résultat net à hauteur de -€7m est directement lié à la France où la marge brute perd 180bp pour revenir à 36.9%. L'Espagne creuse aussi ses pertes. France et Espagne voient leur contribution conjointe fondre de près de 6m€

En k€	2017			2016		
	France	Benelux	Espagne	France	Benelux	Espagne
Chiffre d'affaires	243 044	111 179	12 316	247 735	105 815	14 130
Résultat opérationnel courant	8 343	1 309	-1 556	12 030	1 096	-370
Résultat opérationnel	6 071	104	-2 155	11 376	1 098	-407
Charges d'impôt	-2 492	-445	0	-3 354	-181	0
Résultat net total	2 547	-685	-2 306	6 648	543	-544

La faiblesse française reflète une détérioration des prix, consécutive aux efforts déployés pour maintenir un chiffre d'affaires étale. Les clients ne sont pas « revenus dans les magasins » autant qu'espéré, poussant mécaniquement les feux de la concurrence par les prix. La baisse de la marge brute reflète aussi la progression des ventes en ligne où les marges brutes sont plus difficiles à défendre.

La faiblesse de l'activité sur le premier semestre est en contradiction avec l'espoir d'un début de reprise économique, bien réel en termes de PIB mais qui n'a pas impacté positivement le marché du bricolage. Les foyers préféreraient les loisirs au « home sweet home ». Sur S2, l'activité serait un peu meilleure mais pas suffisante pour effacer totalement la contreperformance du 1er semestre. Nous avons réduit nos prévisions pour 2017.

En Espagne, une situation déjà très concurrentielle s'est détériorée davantage avec l'ouverture de magasins concurrents de Aki/Leroy Merlin près de 4 magasins phare de Bricorama Espagne (11 magasins au total). La reprise de 4 magasins Bricoking en 2016 n'a pas suffi à changer l'équilibre concurrentiel. Il n'y a pas de perspective de redressement sur le S2 au-delà de la non-reconduction des coûts

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

### Alléger **Potentiel: -5,75 %**

Cours objectif à 6 mois	54,7 €
Cours	58,0 €
Cap. boursière M€	361
Momentum du cours	<b>FORT</b>
Extrême 12 mois	35,3 ▶ 58,0
Bloomberg	ALBRI FP Equity
Reuters	BRIP.PA



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



Performance	1s	1m	3m	12m
Bricorama	-0,02 %	11,5 %	13,7 %	53,5 %
Distribut. non alimentaire	-0,75 %	-0,41 %	-3,32 %	-1,14 %
STOXX 600	0,94 %	1,08 %	4,31 %	19,1 %

Dernière maj :	12/15A	12/16A	12/17E	12/18E
<b>03/11/2017</b>				
PER ajusté (x)	10,4	9,85	25,2	25,0
Rendement net (%)	2,97	2,87	1,72	1,72
VE/EBITDA(R) (x)	5,74	5,70	7,29	7,04
BPA ajusté (€)	3,25	3,53	2,30	2,32
Croissance des BPA (%)	59,6	8,53	-34,9	0,81
Dividende net (€)	1,00	1,00	1,00	1,00
Chiffre d'affaires (M€)	725	717	716	723
Marge opérationnelle coura...	4,18	4,24	4,11	4,16
Résultat net pdg (M€)	14,9	10,8	10,2	14,4
ROE (après impôts) (%)	4,76	3,36	3,12	4,28
Taux d'endettement (%)	36,4	42,7	38,7	34,4

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

exceptionnels liés à la fermeture du siège

Au Benelux, les chiffres en progrès cachent un écart sensible de performance entre la Hollande en nette progression et la Belgique en retrait. Le résultat net n'est pas satisfaisant avec un recul de 1m€

### Projet de redéploiement des actifs

Début Juillet 2017, les dirigeants du groupe faisaient connaître aux actionnaires minoritaires le projet de céder les activités françaises et espagnoles pour se concentrer sur les activités au Benelux sous les enseignes du groupement Intergamma.

Les activités cédées au groupement Intermarché le sont contre paiement en numéraire dès conclusion des audits et de l'avis positif de la direction de la concurrence. Il n'est pas envisagé d'obstacle à la bonne fin de cette transaction.

Début 2018, Bricorama SA devrait être formée d'une activité de distribution de bricolage au Benelux, d'un parc d'immeubles d'exploitation loués au nouveau propriétaire de Bricorama France sur des baux de 9 ans renouvelables et d'une situation de trésorerie nette à redéployer dans de nouvelles activités.

La direction (et l'actionnaire majoritaire) de Bricorama SA a confirmé son intention de redéployer cette trésorerie dans des métiers connus d'elle c'est-à-dire de distribution non alimentaire. Ce point est important car le groupe Bricorama nouvelle mouture restera alors valorisé comme un groupe de distribution plutôt que comme un holding.

Nous avons essayé d'évaluer cette trésorerie excédentaire. La dette attachée à l'exploitation France sera transférée à l'acheteur. Elle est évaluée à 154m€ à fin Juin 2017 en progression de 20m€ sur la clôture de 2016. Cette variation est largement due à la progression du BFR qui devrait être résorbée à fin 2017. Nous retenons 132m€. De la même façon la dette associée à l'Espagne est retenue à 15m€ soit une dette nette combinée quittant le groupe de 147m€

Les actifs sont valorisés 336m€ pour la France (14x la moyenne des 4 derniers Ebit récurrents) et 24m€ pour l'Espagne (soit 0.87x le chiffre d'affaires, du fait des pertes).

Il en découle une position de trésorerie nette de 204m€ qui pourra donc être redéployée.

Le tableau suivant de l'Actif Net Réévalué avant et après laisse entrevoir cependant que les cours observés seraient en prime sur nos calculs d'ANR avant deux corrections significatives: une valorisation de la partie foncière portée à 56m€ pour reconnaître leur forte rentabilité et une révision de la valeur de l'activité en Hollande (100m€) et en Belgique (50m€) en phase avec les éléments de bilan 2016.

### ANR revu post réorganisation des actifs

en €m	Après	Avant
France	0	392
Belgique	50	28
Pays-Bas	100	22
Espagne	0	9
Murs	56	
<b>Total gross assets</b>	<b>206</b>	<b>451</b>
Net cash/(debt) by year end	204	-121
Commitments to pay	-8	-8
Commitments received		
<b>NAV/SOTP</b>	<b>402</b>	<b>321</b>
Number of shares net of treasury shares - year end (Mio)	6,22	6,22
<b>NAV/SOTP per share (€)</b>	<b>64,6</b>	<b>51,6</b>
Last stock price	58	58
Current discount to NAV/SOTP (%)	10,3%	-12,4%

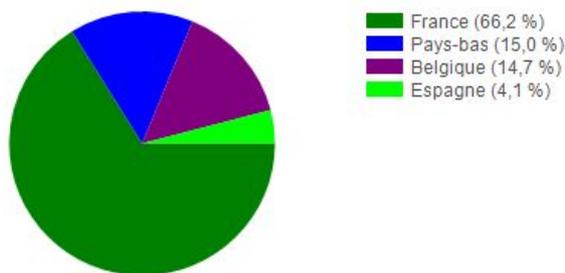
Cette mise à jour de notre valorisation du Benelux est essentielle. En rappel

Bricorama y opère sous le groupement Intergamma dont il est deuxième plus gros intervenant entre ses magasins en propre (34) et les magasins sous franchise (41). L'éventualité d'une cession par CRH de ses 156 magasins sous enseignes Intergamma constitue une opportunité pour Bricorama de se porter acquéreur. Il serait alors à la tête des 2/3 des magasins du groupement et majoritaire au capital du groupement (49% détenus par CRH et 3,4% par Bricorama). La gouvernance actuelle d'Intergamma ne semble pas soutenir une telle perspective mais la valorisation boursière élevée de Bricorama pourrait bien escompter un repositionnement réussi au Benelux.

## ■ Impact

Sur le plan des résultats nous ne reconnaissons sur 2017 et 2018 (effet de base) qu'une partie de la déception du S1 2017 du fait du rattrapage sur S2. Notre objectif de cours en est marginalement affecté en termes de DCF et de valorisation par les pairs. Nous reconnaissons néanmoins la nouvelle structure d'affaires dans nos calculs d'ANR, calculs donc revus en hausse. Nous appliquons transitoirement une valorisation de type holding qui surpondère l'ANR pour reconnaître le changement en cours. Nous reviendrons sur une valorisation de type distribution non alimentaire dès la bonne fin des opérations de transformation.

## Géographie du chiffre d'affaires



## Compte d'exploitation consolidé

	12/16A	12/17E	12/18E
Chiffre d'affaires	M€ 717	716	723
Croissance du CA	% -1,12	-0,17	1,00
Variation des coûts de personnel	% 0,97	0,13	1,00
EBITDA	M€ 49,3	46,7	48,2
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>% 13,3</b>	<b>12,9</b>	<b>13,1</b>
Dotations aux amortissements	M€ -15,6	-16,3	-17,1
Résultat opérationnel courant	M€ 30,4	27,2	27,9
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€ 25,8</b>	<b>23,1</b>	<b>27,9</b>
Résultat financier net	M€ -4,21	-3,03	-3,49
dt serv. des engagts de retraites	M€	-0,14	-0,17
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€ -2,11	-1,00	-1,00
Impôts sur les sociétés	M€ -8,77	-8,97	-9,05
Mises en équivalence	M€ 0,07	0,07	0,03
Intérêts minoritaires	M€ 0,00	0,00	0,00
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€ 21,9</b>	<b>14,3</b>	<b>14,4</b>
NOPAT	M€ 21,4	19,2	19,7

## Tableau de financement

	12/16A	12/17E	12/18E
EBITDA	M€ 49,3	46,7	48,2
Variation du BFR	M€ -0,10	-2,86	-1,74
Dividendes reçus des SME	M€ 0,21	0,21	0,21
Impôt payé	M€ -10,3	-8,97	-9,05
Eléments exceptionnels	M€		
Autres cash flow d'exploitation	M€ 1,86		-2,00
Cash flow d'exploitation total	M€ 40,9	35,1	35,6
Investissements matériels	M€ -20,2	-15,0	-15,2
Flux d'investissement net	M€ -20,9	-15,0	-15,2
Charges financières nettes	M€ -4,21	-3,03	-3,49
Dividendes (maison mère)	M€ -6,21	-6,22	-6,22
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€ -9,58	-5,51	-13,5
Variation de la trésorerie	M€ 8,89	14,5	6,91
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€ 16,5</b>	<b>17,0</b>	<b>17,0</b>

## Données par action

	12/16A	12/17E	12/18E
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. surv. et dilut.)</b>	<b>€ 3,53</b>	<b>2,30</b>	<b>2,32</b>
Actif net réévalué par action	€		
<b>Dividende net par action</b>	<b>€ 1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	64,8 €	55 %	Kingfisher
Rendement	35,9 €	20 %	Travis Perkins
DCF	41,4 €	10 %	Rexel
P/E	33,5 €	10 %	Ferguson
Cours/Actif net comptable	87,6 €	5 %	
Objectif de cours	54,7 €	100 %	

Calcul NAV/SOTP

## Bilan

	12/16A	12/17E	12/18E
Survaleurs	M€ 195	191	191
Total actif incorporel	M€ 197	193	193
Immobilisations corporelles	M€ 85,0	83,0	80,4
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€ 1,77	1,77	1,77
BFR	M€ 171	174	175
Autres actifs courants	M€ 13,3	13,3	13,3
Actif total (net des engagements CT)	M€ 468	465	463
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€ 323</b>	<b>331</b>	<b>341</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€		
Intérêts minoritaires	M€ 0,04	0,04	0,04
Provisions pour retraite	M€ 8,12	6,91	6,98
Autres prov. pour risques et charges	M€ 1,13	1,13	1,13
Total des prov. pr risques et charges	M€ 9,25	8,04	8,10
Charges d'IS	M€ 2,65	2,65	2,65
Autres charges	M€		
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€ 134</b>	<b>123</b>	<b>112</b>
Passifs totaux	M€ 468	465	463

## Capitaux employés

	12/16A	12/17E	12/18E
Capitaux investis	M€ 638	635	635

## Ratios de profits & risques

	12/16A	12/17E	12/18E
<b>ROE (après impôts)</b>	<b>% 3,36</b>	<b>3,12</b>	<b>4,28</b>
Rendement des capitaux investis	% 8,38	8,08	8,20
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>% 42,7</b>	<b>38,7</b>	<b>34,4</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x 3,33	3,31	3,14
Couverture des frais financiers	x 2,46	2,46	2,43

## Ratios de valorisation

	12/16A	12/17E	12/18E
<b>PER ajusté</b>	<b>x 9,85</b>	<b>25,2</b>	<b>25,0</b>
Rendement du cash flow disponible	% 7,64	4,72	4,71
P/ANC	x 0,67	1,09	1,06
<b>Rendement du dividende</b>	<b>% 2,87</b>	<b>1,72</b>	<b>1,72</b>

## Valeur d'entreprise

	12/16A	12/17E	12/18E
Capitalisation boursière	M€ 216	360	360
+ Provisions	M€ 9,25	8,04	8,10
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€ 0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€ 134	123	112
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€ 184	183	185
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€		
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€		
= Valeur d'entreprise	M€ 542	674	665
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x 5,70</b>	<b>7,29</b>	<b>7,04</b>
VE/CA	x 0,76	0,94	0,92

Analyste : Imen YAHIA, Changements de prévisions : 03/11/2017.