



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

Significant news - 26/04/2016

Fact

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.

Analysis

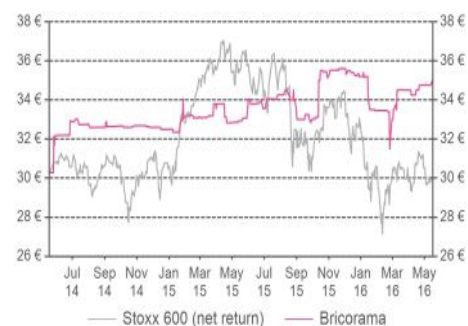
L'intégration des nouveaux magasins Gnuva sur son marché domestique, a permis à Bricorama d'augmenter son CA de €37,6m. Par ailleurs, l'intégration de Gnuva semble doublement positive, du fait d'une meilleure rentabilité au m2 (4.7% de la surface totale du groupe génère 5.2% du CA). L'expansion du réseau 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 is contracted by Bricorama to provide equity research on Bricorama, using AlphaValue's unique and transparent methods and procedures. Target price and opinion are thus exclusively determined by those methods and procedures.

Buy	Upside : 22.4%
Target Price (6 months)	€ 42.8
Share Price	€ 35.0
Market Capitalisation €M	218
Price Momentum	GOOD
Extremes 12Months	31.5 ▶ 35.6
Newsflow	Neutral
Bloomberg	ALBRI FP Equity
Reuters	BRIP.PA

[Download Full Analysis](#)[Company Page](#)

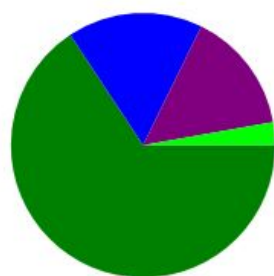
PERF	1w	1m	3m	12m
Bricorama	0.72%	1.45%	4.60%	6.28%
Non Food Retail	-0.84%	-2.19%	2.63%	-8.29%
STOXX 600	0.45%	-2.35%	4.48%	-15.6%

Last updated: 28/12/2015	12/13A	12/14A	12/15E	12/16E
Adjusted P/E (x)	18.2	15.9	16.4	11.4
Dividend yield (%)	2.93	2.92	3.12	3.14
EV/EBITDA(R) (x)	5.90	5.50	5.65	5.47
Adjusted EPS (€)	1.78	2.04	2.06	3.07
Growth in EPS (%)	-26.3	14.8	0.95	49.3
Dividend (€)	0.95	0.95	1.05	1.10
Sales (€M)	692	675	733	747
Underlying operat. profit ma...	3.55	3.82	4.05	4.30
Attributable net profit (€M)	11.0	12.7	12.8	19.1
ROE (after tax) (%)	3.72	4.16	3.98	5.60
Gearing (%)	42.9	35.0	32.0	34.4

[Company Valuation](#) - [Company Financials](#)

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.

Sales by Geography



France (65.7%)
Belgium (16.5%)
Netherlands (14.9%)
Spain (2.8%)

Consolidated P&L Account

	12/14A	12/15E	12/16E
Sales	€M 675	733	747
Change in sales	% -2.47	8.60	1.88
Change in staff costs	% 2.34	4.81	4.53
EBITDA	€M 42.6	48.0	50.8
EBITDA(R) margin	% 13.1	12.9	13.1
Depreciation	€M -16.8	-18.3	-18.7
Underlying operating profit	€M 25.8	29.7	32.1
Operating profit (EBIT)	€M 25.8	24.6	32.1
Net financial expense	€M -4.03	-2.25	-2.83
of which related to pensions	€M	-0.17	-0.18
Exceptional items & other	€M 0.00		
Corporate tax	€M -9.04	-9.59	-10.3
Equity associates	€M -0.12	0.03	0.03
Minority interests	€M 0.00	0.00	0.00
Adjusted attributable net profit	€M 12.7	12.8	19.1
NOPAT	€M 18.0	17.4	22.7

Cashflow Statement

	12/14A	12/15E	12/16E
EBITDA	€M 42.6	48.0	50.8
Change in WCR	€M 26.7	-9.47	-2.83
Actual div. received from equity holdi...	€M 0.00	0.00	0.00
Paid taxes	€M -9.60	-9.59	-10.3
Exceptional items	€M		
Other operating cash flows	€M -9.00		
Total operating cash flows	€M 50.6	28.9	37.7
Capital expenditure	€M -7.43	-49.2	-18.7
Total investment flows	€M -7.43	-49.2	-18.7
Net interest expense	€M -4.03	-2.25	-2.83
Dividends (parent company)	€M -5.90	-5.91	-6.53
Dividends to minorities interests	€M 0.00	0.00	0.00
New shareholders' equity	€M		
Total financial flows	€M -26.7	4.27	-13.3
Change in cash position	€M 15.5	-16.0	5.71
Free cash flow (pre div.)	€M 39.1	-22.5	16.2

Per Share Data

	12/14A	12/15E	12/16E
No. of shares net of treas. stock (year...)	Mio 6.21	6.21	6.21
Number of diluted shares (average)	Mio 6.21	6.21	6.21
Benchmark EPS	€ 2.04	2.06	3.07
Restated NAV per share	€		
Net dividend per share	€ 0.95	1.05	1.10

Valuation Summary

Benchmarks	Value	Weight	Largest comparables
DCF	€ 44.4	35%	Kingfisher
NAV/SOTP per share	€ 30.8	20%	Travis Perkins
EV/Ebitda	€ 50.8	20%	
P/E	€ 39.5	10%	
Dividend Yield	€ 37.8	10%	
P/Book	€ 64.9	5%	
TARGET PRICE	€ 42.8	100%	

NAV/SOTP Calculation

Balance Sheet

	12/14A	12/15E	12/16E
Goodwill	€M 175	198	198
Total intangible	€M 177	200	200
Tangible fixed assets	€M 76.7	108	108
Financial fixed assets	€M 0.20	0.20	0.20
WCR	€M 141	151	153
Other assets	€M 14.0	16.5	16.5
Total assets (net of short term liab.)	€M 409	475	477
Ordinary shareholders' equity	€M 307	335	347
Quasi Equity & Preferred	€M		
Minority interests	€M 0.04	0.04	0.04
Provisions for pensions	€M 6.62	5.20	5.38
Other provisions for risks and liabilities	€M 4.22	9.73	9.73
Total provisions for risks and liabilities	€M 10.8	14.9	15.1
Tax liabilities	€M 0.95	0.52	0.52
Other liabilities	€M		
Net debt (cash)	€M 90.0	124	114
Total liab. and shareholders' equity	€M 409	475	477

Capital Employed

	12/14A	12/15E	12/16E
Capital employed after depreciation	€M 579	644	649

Profits & Risks Ratios

	12/14A	12/15E	12/16E
ROE (after tax)	% 4.16	3.98	5.60
ROCE	% 8.67	7.75	8.56
Gearing (at book value)	% 35.0	32.0	34.4
Adj. Net debt/EBITDA(R)	x 3.09	3.28	3.09
Interest cover (x)	x 2.22	2.72	2.76

Valuation Ratios

	12/14A	12/15E	12/16E
Reference P/E (benchmark)	x 15.9	16.4	11.4
Free cash flow yield	% 19.4	-10.8	7.47
P/Book	x 0.66	0.62	0.63
Dividend yield	% 2.92	3.12	3.14

EV Calculation

	12/14A	12/15E	12/16E
Market cap	€M 202	209	217
+ Provisions	€M 10.8	14.9	15.1
+ Unrecognised actuarial losses/(gains)	€M 0.00	0.00	0.00
+ Net debt at year end	€M 90.0	124	114
+ Leases debt equivalent	€M 184	186	188
- Financial fixed assets (fair value)	€M		
+ Minority interests (fair value)	€M		
= EV	€M 487	534	535
EV/EBITDA(R)	x 5.50	5.65	5.47
EV/Sales	x 0.72	0.73	0.72

Analyst : Virginie Blin, Changes to Forecasts : 28/12/2015.