



Bourrelier Group

Holding Companies / France

2018 : plus-values et frustrations hollandaises

Latest - 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.

Fact

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.

Analysis

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 is contracted by Bourrelier Group to provide equity research on Bourrelier Group, using AlphaValue's unique and transparent methods and procedures. Target price and opinion are thus exclusively determined by those methods and procedures.

Reduce	Upside: -5.64%
Target Price (6 months)	€ 40.6
Share Price	€ 43.0
Market Cap. €M	268
Price Momentum	NEGATIVE
Extremes 12Months	39.0 ▶ 66.8
Bloomberg	ALBOU FP Equity
Reuters	ALBOU.PA

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



PERF	1w	1m	3m	12m
Bourrelier Group	-10.0%	-11.5%	-8.51%	-30.6%
Other financials	2.19%	1.95%	7.00%	5.82%
STOXX 600	2.21%	0.99%	1.99%	-1.82%

Last updated: 12/06/2019	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Adjusted P/E (x)	59.6	ns	58.7	53.6
Dividend yield (%)	0.82	1.16	1.16	1.16
EV/EBITDA(R) (x)	27.1	8.29	7.98	7.55
Adjusted EPS (€)	1.02	0.53	0.73	0.80
Growth in EPS (%)	20.5	-47.9	37.6	9.44
Dividend (€)	0.50	0.50	0.50	0.50
Sales (€M)	226	229	232	236
Underlying operat. profit ma...	-1.99	0.22	1.08	1.06
Attributable net profit (€M)	83.4	3.31	4.55	4.98
ROE (after tax) (%)	27.2	0.96	1.33	1.44
Gearing (%)	-49.9	-50.9	-42.2	-33.8

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

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.

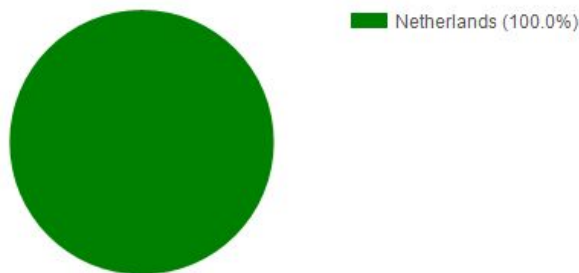
Investissements

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%.

Sales by Geography



Consolidated P&L Accounts

	12/18A	12/19E	12/20E
Sales	€M 226	229	232
Change in sales	% 2.38	1.39	1.31
Change in staff costs	% -0.76	3.00	1.40
EBITDA	€M 7.00	9.79	10.0
EBITDA(R) margin	% 3.09	4.27	4.32
Depreciation	€M -7.07	-5.50	-5.50
Underlying operating profit	€M -0.26	4.29	4.55
Operating profit (EBIT)	€M 5.49	4.29	4.55
Net financial expense	€M -5.50	1.50	3.00
of which related to pensions	€M	-0.03	-0.05
Exceptional items & other	€M 94.9	-1.00	-1.00
Corporate tax	€M -11.7	-1.50	-2.00
Equity associates	€M 0.19	0.02	0.00
Minority interests	€M 0.00	0.00	0.00
Adjusted attributable net profit	€M 6.35	3.31	4.55
NOPAT	€M 0.01	3.04	3.22

Cashflow Statement

	12/18A	12/19E	12/20E
EBITDA	€M 7.00	9.79	10.0
Change in WCR	€M 5.25	-1.79	0.45
Actual div. received from equity holdi...	€M 0.00	0.00	0.00
Paid taxes	€M -4.90	-1.50	-2.00
Exceptional items	€M		
Other operating cash flows	€M -6.13	-1.00	-1.00
Total operating cash flows	€M 1.22	5.50	7.50
Capital expenditure	€M -1.94	-4.82	-5.00
Total investment flows	€M 1.15	-34.8	-35.0
Net interest expense	€M -5.50	1.50	3.00
Dividends (parent company)	€M -12.4	-3.11	-3.11
Dividends to minorities interests	€M 0.00	0.00	0.00
New shareholders' equity	€M 0.00	0.00	0.00
Total financial flows	€M -97.6	-2.23	-4.07
Change in cash position	€M 221	-31.5	-31.6
Free cash flow (pre div.)	€M -6.22	2.18	5.50

Per Share Data

		12/18A	12/19E	12/20E
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	€	1.02	0.53	0.73
Restated NAV per share	€			
Net dividend per share	€	0.50	0.50	0.50

Valuation Summary

Benchmarks	Value	Weight	Largest comparables
NAV/SOTP per share	€ 51.6	55%	● Chargeurs
Dividend Yield	€ 14.5	20%	● GBL
DCF	€ 42.2	10%	● Investor
P/E	€ 21.5	10%	● Hal Trust
P/Book	€ 58.8	5%	● Corporacion Financ...
TARGET PRICE	€ 40.6	100%	● Kinnevik Investment
			● Sonae
			● Ackermans & van H...
			● Wendel

NAV/SOTP Calculation

Balance Sheet

	12/18A	12/19E	12/20E
Goodwill	€M 34.5	34.5	35.0
Total intangible	€M 38.9	36.3	37.0
Tangible fixed assets	€M 59.1	60.0	60.0
Financial fixed assets	€M 1.64	2.00	2.00
WCR	€M 23.7	25.4	25.0
Other assets	€M 30.8	32.0	32.0
Total assets (net of short term liab.)	€M 158	190	220
Ordinary shareholders' equity	€M 343	342	344
Quasi Equity & Preferred	€M		
Minority interests	€M 0.06	0.06	0.06
Provisions for pensions	€M 1.00	2.10	2.44
Other provisions for risks and liabilities	€M 0.20	1.00	2.10
Total provisions for risks and liabilities	€M 1.20	3.10	4.54
Tax liabilities	€M 2.94	3.00	3.00
Other liabilities	€M		
Net debt (cash)	€M -190	-159	-131
Total liab. and shareholders' equity	€M 158	190	220

Capital Employed

	12/18A	12/19E	12/20E
Capital employed after depreciation	€M 123	124	124

Profits & Risks Ratios

		12/18A	12/19E	12/20E
ROE (after tax)	%	27.2	0.96	1.33
ROCE	%	0.01	2.46	2.59
Gearing (at book value)	%	-49.9	-50.9	-42.2
Adj. Net debt/EBITDA(R)	x	-27.1	-16.2	-13.1
Interest cover (x)	x	-0.05	-2.80	-1.49

Valuation Ratios

		12/18A	12/19E	12/20E
Reference P/E (benchmark)	x	59.6	ns	58.7
Free cash flow yield	%	-1.64	0.82	2.06
P/Book	x	1.10	0.78	0.78
Dividend yield	%	0.82	1.16	1.16

EV Calculation

	12/18A	12/19E	12/20E	
Market cap	€M 378	267	267	
+ Provisions	€M 1.20	3.10	4.54	
+ Unrecognised actuarial losses/(gains)	€M 0.00	0.00	0.00	
+ Net debt at year end	€M -190	-159	-131	
+ Leases debt equivalent	€M 0.00	0.00	0.00	
- Financial fixed assets (fair value)	€M	30.0	60.0	
+ Minority interests (fair value)	€M			
= EV	€M 189	81.2	80.2	
EV/EBITDA(R)	x	27.1	8.29	7.98
EV/Sales	x	0.84	0.35	0.34

Analyst : Pierre-Yves Gauthier, Changes to Forecasts : 12/06/2019.