

Redressement de la rentabilité du marché français

Publication Res./CA - 12/12/2014

Actualité

Bricorama a publié des résultats semestriels marqués par une amélioration de la rentabilité malgré une baisse du chiffre d'affaires. Le résultat opérationnel courant ressort à €9.4m en hausse de 52%. L'amélioration provient pour l'essentiel du marché français où le résultat opérationnel courant s'est en partie redressé à €7.6m (vs €4.4m au S1 2013). Pourtant, la fréquentation et le panier moyen ont été très décevants depuis le début de l'année alors que l'on espérait une amélioration de la demande.

Rappelons que l'année 2013 avait été marquée par l'obligation imposée à Bricorama de fermer ses 31 magasins franciliens le dimanche alors que 15 magasins concurrents étaient eux restés ouverts en toute illégalité. Bricorama avait estimé le manque à gagner à €25m mais la réouverture des magasins depuis le début 2014 n'a pas donné lieu au retour de la totalité des clients. Sur le T3, Bricorama affiche un recul de ses ventes de 5,8% sur le marché français, recul accentué par une météo défavorable.

Analyse

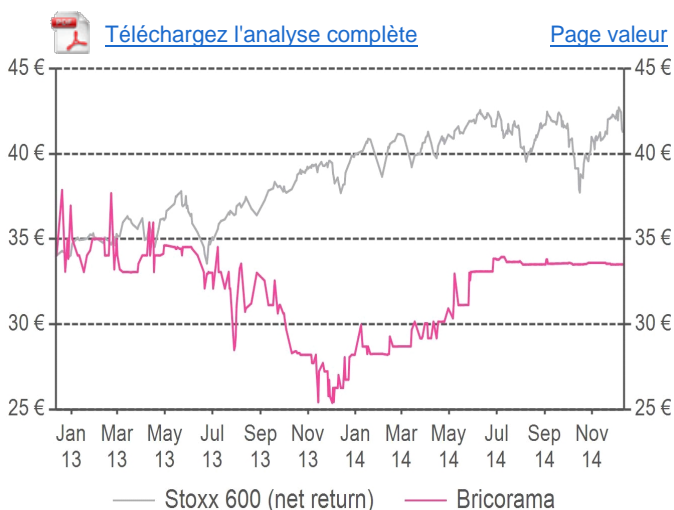
Sur les 9 premiers mois de l'année, le chiffre d'affaires s'élève à €515m en baisse de 2.7% (dont -5% sur le T3). Le marché français est particulièrement décevant car les magasins réouverts le dimanche ont perdu une partie significative de leur fréquentation. En France, la tendance amorcée au cours du 2ème trimestre sur le marché du bricolage français s'est accentuée durant l'été. Les tensions sur le front de la consommation se sont traduites par un net retournement du marché au cours de l'été (-3,6 % vs T3 2013 et -0,4 % en cumul à fin septembre, source Banque de France). En Belgique, la demande est également en déclin alors qu'aux Pays-Bas la nouvelle politique commerciale du franchiseur pour l'enseigne Kerwei donne des signes encourageants. En Espagne, le chiffre d'affaires ressort en légère hausse soutenu par une reprise de la consommation. Pour l'ensemble de 2014, Bricorama anticipe désormais un chiffre d'affaires en baisse de l'ordre de 2% avec toutefois un redressement de sa marge opérationnelle qui devrait se traduire par une légère progression de son résultat d'exploitation.

Impact

Nous avons revu à la baisse nos prévisions pour 2014 et attendons à présent un CA 2014 de €678m en baisse de 2% et un résultat d'exploitation courant de €28.1m en hausse de 14% (marge de 4.1%). Le 4ème trimestre sera marqué par une réorganisation opérationnelle en France afin de faciliter le développement du réseau déjà entrepris par la reprise de 9 magasins situés dans le sud-ouest de la France (CA de €38m). Cette reprise par Bricorama prendra effet en janvier 2015.

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

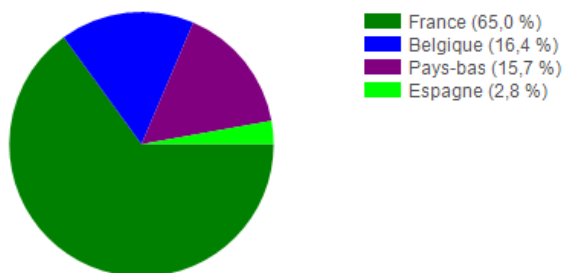
Achat	Potentiel : 20,6 %
Cours objectif à 6 mois	40,4 €
Cours	33,5 €
Capitalisation boursière M€	208
Momentum du cours	DÉFAVORABLE
Extrême 12 mois	26,3 ▶ 33,9
Newsflow	Négatif
Bloomberg	ALBRI FP Equity
Reuters	BRIP.PA



Performance	1s	1m	3m	12m
Bricorama	0,00 %	-0,27 %	-0,12 %	24,0 %
Distribut. non alimentaire	0,75 %	5,08 %	3,95 %	8,23 %
STOXX 600	-1,60 %	0,11 %	-1,44 %	8,30 %

Dernière maj : 12/12/2014	12/12A	12/13A	12/14E	12/15E
PER ajusté (x)	14,8	18,2	13,5	10,7
Rendement net (%)	2,81	2,93	2,98	3,13
VE/EBITDA(R) (x)	5,78	5,90	5,75	5,30
BPA ajusté (€)	2,41	1,78	2,49	3,13
Croissance des BPA (%)	-33,1	-26,3	40,2	25,7
Dividende net (€)	1,00	0,95	1,00	1,05
Chiffre d'affaires (M€)	732	692	678	739
Marge d'EBIT (%)	4,25	3,55	4,15	4,66
Résultat net pdg (M€)	15,1	11,0	14,9	19,4
ROE (après impôts) (%)	5,19	3,72	4,87	6,12
Taux d'endettement (%)	46,5	42,9	39,3	36,8

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

	12/13A	12/14E	12/15E
Chiffre d'affaires	M€ 692	678	739
Croissance du CA	% -5,48	-2,00	8,90
Variation des coûts de personnel	% -6,55	3,64	1,99
EBITDA	M€ 41,8	44,4	52,1
Marge d'EBITDA(R)	% 12,8	13,3	13,4
Dotations aux amortissements	M€ -17,2	-16,3	-17,7
Résultat opérationnel courant	M€ 24,6	28,1	34,4
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€ 29,4	27,6	34,4
Résultat financier net	M€ -4,66	-4,38	-4,54
dt serv. des engagts de retraites	M€	-0,15	-0,16
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€		
Impôts sur les sociétés	M€ -13,6	-8,31	-10,5
Mises en équivalence	M€ -0,17		
Intérêts minoritaires	M€ 0,00	0,00	0,00
Résultat net ajusté, pdg	M€ 11,0	15,5	19,4
NOPAT	M€ 14,7	19,9	24,2

Tableau de financement

	12/13A	12/14E	12/15E
EBITDA	M€ 41,8	44,4	52,1
Variation du BFR	M€ -14,0	19,3	-13,3
Dividendes reçus des SME	M€ 0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€ -9,18	-8,31	-10,5
Eléments exceptionnels	M€		
Autres cash flow d'exploitation	M€		
Cash flow d'exploitation total	M€ 18,6	55,4	28,4
Investissements matériels	M€ -12,2	-13,6	-17,7
Flux d'investissement net	M€ -5,57	-39,6	-17,7
Charges financières nettes	M€ -4,66	-4,38	-4,54
Dividendes (maison mère)	M€ -6,21	-5,90	-6,22
Dividendes payés aux minoritaires	M€ 0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€		
Flux financiers totaux	M€ -36,6	-11,9	-20,6
Variation de la trésorerie	M€ -26,6	3,92	-9,96
Cash flow disponible (avant div)	M€ 1,76	37,5	6,10

Données par action

	12/13A	12/14E	12/15E
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.)	€ 1,78	2,49	3,13
Actif net réévalué par action	€		
Dividende net par action	€ 0,95	1,00	1,05

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	41,7 €	35 %	Kingfisher
Somme des parties	33,1 €	20 %	Travis Perkins
VE/Ebitda	48,8 €	20 %	
P/E	33,9 €	10 %	
Rendement	33,6 €	10 %	
Cours/Actif net comptable	53,6 €	5 %	
Objectif de cours	40,4 €	100 %	

Calcul NAV/SOTP

Bilan

	12/13A	12/14E	12/15E
Survaleurs	M€ 175	175	175
Total actif incorporel	M€ 178	177	177
Immobilisations corporelles	M€ 78,3	102	102
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€ 0,20	0,20	0,20
BFR	M€ 169	150	163
Autres actifs courants	M€ 12,6	12,6	12,6
Actif total (net des engagements CT)	M€ 438	441	455
Capitaux propres part du groupe	M€ 301	311	324
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€		
Intérêts minoritaires	M€ 0,04	0,04	0,04
Provisions pour retraite	M€ 5,55	4,63	4,84
Autres prov. pour risques et charges	M€ 4,22	4,22	4,22
Total des prov. pr risques et charges	M€ 9,76	8,84	9,05
Charges d'IS	M€ 2,37	2,37	2,37
Autres charges	M€		
Endettement net / (trésorerie)	M€ 125	119	119
Passifs totaux	M€ 438	441	455

Capitaux employés

	12/13A	12/14E	12/15E
Capitaux investis	M€ 613	613	628

Ratios de profits & risques

	12/13A	12/14E	12/15E
ROE (après impôts)	% 3,72	4,87	6,12
Rendement des capitaux investis	% 7,76	8,51	9,03
Ratio d'endettement	% 42,9	39,3	36,8
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x 3,52	3,35	3,09
Couverture des frais financiers	x 2,06	2,32	2,64

Ratios de valorisation

	12/13A	12/14E	12/15E
PER ajusté	x 18,2	13,5	10,7
Rendement du cash flow disponible	% 0,88	18,0	2,93
P/ANC	x 0,67	0,67	0,64
Rendement du dividende	% 2,93	2,98	3,13

Valeur d'entreprise

	12/13A	12/14E	12/15E
Capitalisation boursière	M€ 201	208	208
+ Provisions	M€ 9,76	8,84	9,05
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€ 0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€ 125	119	119
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€ 188	184	186
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€		
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€		
= Valeur d'entreprise	M€ 524	520	522
VE/EBITDA(R)	x 5,90	5,75	5,30
VE/CA	x 0,76	0,77	0,71

Analyste : Virginie Blin, Changements de prévisions : 12/12/2014.