



Bourellier Group

Holding Companies / France

Dans l'attente, prudence

Earnings/sales releases - 21/11/2019

Les résultats du 1er semestre confirment une activité de distribution Benelux sous pression et une grande prudence dans le redéploiement des excédents de trésorerie

Fact

Les résultats opérationnels du 1er semestre 2019 de Bourellier Group marquent un recul de €0.83m au S1 2018 à €0.68m. Cette strate de résultats est plus parlante que le résultat net (€2.6m en 2019 vs. €71.4m au S1 2018) lequel retrace les plus-values de cession il y a un an.

Le chiffre d'affaires des activités de distribution du 1S 2019 recule de 2.2% en partie du fait de la contraction du nombre de magasins (72 vs. 74).

Les éléments de bilan n'évoluent guère le groupe n'ayant pas redéployé de façon significative ses excédents de trésorerie

Analysis

Bourellier Group à mi 2019 reste un groupe en devenir avec d'une part une activité au Benelux de distribution de bricolage confrontée à un marché difficile et d'autre part une trésorerie excédentaire de €250m à redéployer.

Distribution de bricolage au Benelux

Les activités de distribution de bricolage tant en Belgique qu'en Hollande restent dominées par une concurrence acharnée dans un marché sans progression. L'arrivée de compétiteurs allemands en Hollande a durci cette concurrence dans un secteur lui-même affecté par un basculement rapide vers le « on-line », comme toute la distribution.

Les données sectorielles fournies par le groupe montrent bien un retrait du CA distribution à €110.2m vs. €112.7m. Ce recul est dû à l'absence de 2 magasins (72 vs.74) mais corrigé de cet effet périmètre, la croissance reste modeste à +0.8% en Belgique et +1.5% aux Pays Bas. Ces chiffres sont en soi une bonne performance compte tenu de l'état des marchés sous-jacents et des tensions entre Bourellier Group et Intergamma, son franchiseur en Hollande.

Pour rappel Bourellier Group a porté devant la justice batave le conflit d'intérêt né du rachat en 2018 par Intergamma (franchiseur) de son principal franchisé (Van Neerbos) et les dysfonctionnements observés depuis lors, notamment sur le bon paiement aux franchisés de leur bonus de fin d'année. L'affaire est susceptible de durer.

La marge d'exploitation courante revient de 1.9% au 1S-2018 à 1.4% au 1S-2019, en soi un résultat honorable largement dû à une grande attention portée aux coûts. Le passage à IFRS 16 en 2019 met en exergue indirectement le capital employé dans cette activité de distribution puisqu'il reconnaît €91m en leasings opérationnels ce qui porte les actifs immobilisés à €69m auxquels il convient d'ajouter env. €26m de BFR soit un total de près de €100m. Les quelques €100m de capital employé ne rapportent que 3% annuellement avant impôt. Ils ont donc principalement une valeur stratégique pour un concurrent ou pour Bourellier Group si ce dernier pouvait étendre sa part de marché et ainsi diluer ses coûts.



Pierre-Yves GAUTHIER
otherfinancials@alphavalue.eu
 +33 (0) 1 70 61 10 50
cs.alphavalue.com

This research has been commissioned and paid for by the company and is deemed to constitute an acceptable minor non-monetary benefit as defined in MiFID II

Reduce

Upside: -7.77%

Target Price (6 months)	€ 41.5
Share Price	€ 45.0
Market Cap. €M	280
Price Momentum	UNFAVORABLE
Extremes 12Months	38.6 ▶ 61.3
Bloomberg	ALBOU FP Equity
Reuters	ALBOU.PA



[Download Full Analysis](#)

[Company Page](#)



PERF	1w	1m	3m	12m
Bourellier Group	4.65%	9.76%	6.30%	-21.6%
Other financials	-0.01%	2.26%	8.50%	29.3%
STOXX 600	-0.50%	2.44%	8.76%	15.0%

Last updated: 12/06/2019	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Adjusted P/E (x)	59.0	ns	61.4	56.1
Dividend yield (%)	0.83	1.11	1.11	1.11
EV/EBITDA(R) (x)	26.5	9.56	9.21	8.73
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](#)

Pour mémoire la valorisation comptable des actifs de distribution dans les livres de la maison mère est de l'ordre de 80m€

Activité de holding

Le groupe n'a pas trouvé d'opportunité de redéploiement de sa richesse en trésorerie au-delà de quelques initiatives de taille marginale. Les dirigeants du groupe ont toujours affiché leur préférence pour des affaires bien établies aux cash flows réguliers. Les taux d'intérêts négatifs ont renchéri tous les actifs financiers (baisse du coût moyen pondéré du capital) mais aussi favorisé les fonds de private equity ayant largement recours au ré-endettement de leurs acquisitions pour se garantir d'une performance financière sur les 5 à 7 années du fonds. Ces méthodes d'extraction immédiate de valeur bénéficient du contexte de taux très bas/négatifs. Bourrelier Group n'investit pas dans cette logique de « fast money » avec l'argent de tiers mais bien dans la poursuite de la constitution d'un actif patrimonial.

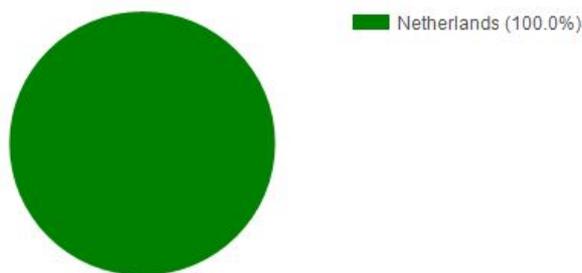
Tant les risques inhérents au cycle économiques que les signaux de ralentissement de la croissance économique mondiale ont incité Bourrelier Group à ne pas donner suite aux opérations de prise participations majoritaires étudiées par Bourrelier Group, et ce dans le but essentiel de protéger tant le patrimoine de l'entreprise que celui de ses actionnaires. Il est donc raisonnable d'attendre.

■ Impact

Les résultats en retrait au 1S-2019 mettent en évidence un excès d'optimisme de notre part sur la performance de l'activité distribution en 2019. Notre anticipation d'un résultat d'exploitation courant de €5m devrait être révisée en baisse de €2m environ. L'impact sur le résultat net sera moindre puisque Bourrelier Group a enregistré au 1S des reliquats de bonus réglés par Intergamma pour €3.1m qui ont un caractère exceptionnel aléatoire tant les prévisions semblent difficiles sur ce poste

La révision en baisse des résultats des actifs de distribution de bricolage ouvre cependant une interrogation sur leur valeur au bilan. Nous avons fortement revu en baisse cette dernière il y a un an mais sous-estimé alors la part des actifs en leasing opérationnel et donc l'endettement associé à cette activité. La valeur des seuls fonds propres associés à cette activité paraît devoir être encore dégradée sous le double effet de multiples de chiffres d'affaires (EV/CA) revus en baisse (activité moins porteuse) et d'une composante dette plus élevée. En outre le conflit qui oppose Bourrelier Group à son franchiseur et sa désormais position de minoritaire laisse entrevoir peu d'espoir d'une cession rapide de cette activité dans de bonnes conditions, militant là encore pour une plus grande prudence. Nous ramenons ainsi la valorisation de la distribution de 0.4x le chiffre d'affaires à 0.3x soit une contraction de leur valeur d'entreprise de €88m à €67m, soit un impact négatif de près de €4 sur l'actif réévalué (de €51.6 à €48)

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	€ 17.4	20%	● GBL
DCF	€ 42.1	10%	■ Investor
P/E	€ 22.5	10%	■ Hal Trust
P/Book	€ 64.4	5%	● Corporacion Financ...
TARGET PRICE	€ 41.5	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	59.0	ns	61.4
Free cash flow yield	%	-1.66	0.78	1.97
P/Book	x	1.09	0.82	0.81
Dividend yield	%	0.83	1.11	1.11

EV Calculation

	12/18A	12/19E	12/20E	
Market cap	€M 374	279	279	
+ 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 186	93.6	92.6	
EV/EBITDA(R)	x	26.5	9.56	9.21
EV/Sales	x	0.82	0.41	0.40

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