

GNUVA booste une activité favorable

Publication Res./CA - 28/12/2015

Actualité

Un effort commercial payant a fait ressortir le chiffre d'affaires sur les 9M, à €559m, soit une hausse de 8,6%, en glissement annuel. Le début de l'année était également favorable notamment avec la reprise des 9 magasins franchisés GNUVA (ex Mr. Bricolage), qui vient conforter un dynamisme des ventes sur le réseau historique de Bricorama. Cette reprise porte ainsi le nombre total des magasins à 185 auxquels s'ajoutent 75 franchisés. La croissance organique du groupe reste tirée par le marché français et dans une moindre mesure par l'évolution positive des ventes en Espagne. Contrairement à la Belgique, où le groupe continue de souffrir d'un marché fortement concurrencé qui a effacé l'amélioration des ventes aux Pays-Bas (+3,3%) où l'activité économique est plus soutenue. L'adoption d'une offre commerciale particulièrement attractive a porté ses fruits en termes de ventes mais le groupe a dû encaisser une dégradation de sa marge commerciale (passant de 38,8% en 2014 à 37,4% au S1 2015).

Analyse

Bien qu'ils soient des marchés structurellement difficiles, Bricorama a réussi à bénéficier du renversement de la tendance en Espagne et aux Pays-Bas, profitant d'une activité économique plus soutenue qu'en Belgique. Sur son marché domestique, le groupe a pu sauver la mise par l'intégration des magasins GNUVA (un CA de €38m soit 5,6% des ventes 2014 de Bricorama) contribuant à hauteur de 8,5 % à l'évolution positive du chiffre d'affaires en France sur le S1 2015 (soit 65% des ventes). Toutefois, les actes terroristes frappant la France et le sentiment d'insécurité régnant sur la Belgique en novembre dernier, devraient impacter l'activité des distributeurs en général et par ricochet, celle de Bricorama. Les derniers chiffres de la Banque de France confirment les difficultés du secteur avec un recul de l'indicateur d'activité du « commerce de détail » de 1,1 % sur le mois de Novembre et celui des grands magasins de 4,3 %.

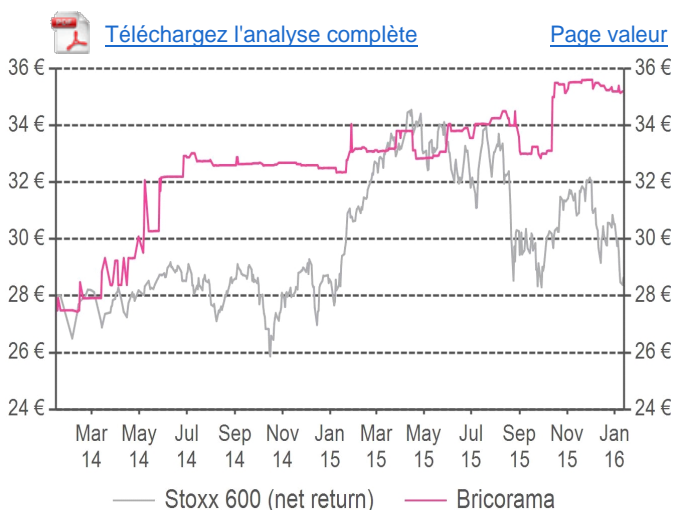
Face au durcissement des conditions économiques principalement sur ses deux principaux marchés et constatant la réussite de l'intégration de GNUVA, Bricorama compte développer davantage son réseau. L'acquisition amicale proposée aux actionnaires de Mr. Bricolage n'a pas eu l'heur de satisfaire les 42% du capital représentant les franchisés. Une telle acquisition aurait pourtant permis de presque doubler sa surface et mieux résister à la domination de Kingfisher/Castorama et Leroy Merlin, présentant sans aucun doute beaucoup d'intérêt pour les deux groupes. L'intégration des nouveaux magasins serait profitable seulement si le groupe réussit à mettre en évidence les synergies d'achat pour redresser ses marges qui ont été perturbées momentanément suite à la dernière opération de GNUVA (EBIT en baisse de 80 pb à 1,9% sur le S1 2015 tenant compte d'une provision pour risques et charges pour €5m). Le management confirme de fait un niveau de marge annuel en baisse très modérée.

Impact

S'alignant sur les chiffres du S1 et 9M 2015, nous avons révisé légèrement à la baisse la croissance prévue des ventes sur 2016-2017. Notre BPA 2015 a aussi été tiré vers le bas, tenant compte d'une marge d'EBIT moins ambitieuse (3,7% contre 4,1% initialement prévu).

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

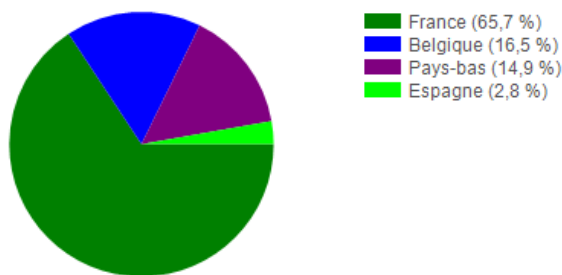
| Achat | Potentiel : 20,3 % |
|-----------------------------|--------------------|
| Cours objectif à 6 mois | 42,4 € |
| Cours | 35,2 € |
| Capitalisation boursière M€ | 219 |
| Momentum du cours | DÉFAVORABLE |
| Extrême 12 mois | 32,3 ▶ 35,6 |
| Newsflow | Neutre |
| Bloomberg | ALBRI FP Equity |
| Reuters | BRIP.PA |



| Performance | 1s | 1m | 3m | 12m |
|----------------------------|---------|---------|---------|--------|
| Bricorama | 0,00 % | -0,85 % | 6,31 % | 8,79 % |
| Distribut. non alimentaire | -1,53 % | -5,40 % | -5,74 % | 7,96 % |
| STOXX 600 | -4,36 % | -3,53 % | -5,13 % | 0,99 % |

| Dernière maj : 28/12/2015 | 12/13A | 12/14A | 12/15E | 12/16E |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| PER ajusté (x) | 18,2 | 15,9 | 16,4 | 11,5 |
| Rendement net (%) | 2,93 | 2,92 | 3,12 | 3,13 |
| VE/EBITDA(R) (x) | 5,90 | 5,50 | 5,65 | 5,48 |
| BPA ajusté (€) | 1,78 | 2,04 | 2,06 | 3,07 |
| Croissance des BPA (%) | -26,3 | 14,8 | 0,95 | 49,3 |
| Dividende net (€) | 0,95 | 0,95 | 1,05 | 1,10 |
| Chiffre d'affaires (M€) | 692 | 675 | 733 | 747 |
| Marge opérationnelle coura... | 3,55 | 3,82 | 4,05 | 4,30 |
| Résultat net pdg (M€) | 11,0 | 12,7 | 12,8 | 19,1 |
| ROE (après impôts) (%) | 3,72 | 4,16 | 3,98 | 5,60 |
| Taux d'endettement (%) | 42,9 | 35,0 | 32,0 | 34,4 |

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

| | 12/14A | 12/15E | 12/16E |
|---|----------------|-------------|-------------|
| Chiffre d'affaires | M€ 675 | 733 | 747 |
| Croissance du CA | % -2,47 | 8,60 | 1,88 |
| Variation des coûts de personnel | % 2,34 | 4,81 | 4,53 |
| EBITDA | M€ 42,6 | 48,0 | 50,8 |
| Marge d'EBITDA(R) | % 13,1 | 12,9 | 13,1 |
| Dotations aux amortissements | M€ -16,8 | -18,3 | -18,7 |
| Résultat opérationnel courant | M€ 25,8 | 29,7 | 32,1 |
| Résultat d'exploitation (EBIT) | M€ 25,8 | 24,6 | 32,1 |
| Résultat financier net | M€ -4,03 | -2,25 | -2,83 |
| dt serv. des engagts de retraites | M€ | -0,17 | -0,18 |
| Eléments except. et autres (avt impôts) | M€ 0,00 | | |
| Impôts sur les sociétés | M€ -9,04 | -9,59 | -10,3 |
| Mises en équivalence | M€ -0,12 | 0,03 | 0,03 |
| Intérêts minoritaires | M€ 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Résultat net ajusté, pdg | M€ 12,7 | 12,8 | 19,1 |
| NOPAT | M€ 18,0 | 17,4 | 22,7 |

Tableau de financement

| | 12/14A | 12/15E | 12/16E |
|---|----------------|--------------|-------------|
| EBITDA | M€ 42,6 | 48,0 | 50,8 |
| Variation du BFR | M€ 26,7 | -9,47 | -2,83 |
| Dividendes reçus des SME | M€ 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Impôt payé | M€ -9,60 | -9,59 | -10,3 |
| Eléments exceptionnels | M€ | | |
| Autres cash flow d'exploitation | M€ -9,00 | | |
| Cash flow d'exploitation total | M€ 50,6 | 28,9 | 37,7 |
| Investissements matériels | M€ -7,43 | -49,2 | -18,7 |
| Flux d'investissement net | M€ -7,43 | -49,2 | -18,7 |
| Charges financières nettes | M€ -4,03 | -2,25 | -2,83 |
| Dividendes (maison mère) | M€ -5,90 | -5,91 | -6,53 |
| Dividendes payés aux minoritaires | M€ 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Augmentation de capital | M€ | | |
| Flux financiers totaux | M€ -26,7 | 4,27 | -13,3 |
| Variation de la trésorerie | M€ 15,5 | -16,0 | 5,71 |
| Cash flow disponible (avant div) | M€ 39,1 | -22,5 | 16,2 |

Données par action

| | 12/14A | 12/15E | 12/16E |
|---|---------------|-------------|-------------|
| 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.) | € 2,04 | 2,06 | 3,07 |
| Actif net réévalué par action | € | | |
| Dividende net par action | € 0,95 | 1,05 | 1,10 |

Valorisation

| Méthodes | Valeur | Poids | Principaux comparables |
|---------------------------|--------|-------|------------------------|
| DCF | 43,8 € | 35 % | Kingfisher |
| Somme des parties | 30,8 € | 20 % | Travis Perkins |
| VE/Ebitda | 51,2 € | 20 % | |
| P/E | 36,4 € | 10 % | |
| Rendement | 37,0 € | 10 % | |
| Cours/Actif net comptable | 65,4 € | 5 % | |
| Objectif de cours | 42,4 € | 100 % | |

Calcul NAV/SOTP

Bilan

| | 12/14A | 12/15E | 12/16E |
|---|----------------|------------|------------|
| Survaleurs | M€ 175 | 198 | 198 |
| Total actif incorporel | M€ 177 | 200 | 200 |
| Immobilisations corporelles | M€ 76,7 | 108 | 108 |
| Immo. fin. (invest. LT dans sociétés) | M€ 0,20 | 0,20 | 0,20 |
| BFR | M€ 141 | 151 | 153 |
| Autres actifs courants | M€ 14,0 | 16,5 | 16,5 |
| Actif total (net des engagements CT) | M€ 409 | 475 | 477 |
| Capitaux propres part du groupe | M€ 307 | 335 | 347 |
| Quasi-fonds propres et actions de préf. | M€ | | |
| Intérêts minoritaires | M€ 0,04 | 0,04 | 0,04 |
| Provisions pour retraite | M€ 6,62 | 5,20 | 5,38 |
| Autres prov. pour risques et charges | M€ 4,22 | 9,73 | 9,73 |
| Total des prov. pr risques et charges | M€ 10,8 | 14,9 | 15,1 |
| Charges d'IS | M€ 0,95 | 0,52 | 0,52 |
| Autres charges | M€ | | |
| Endettement net / (trésorerie) | M€ 90,0 | 124 | 114 |
| Passifs totaux | M€ 409 | 475 | 477 |

Capitaux employés

| | 12/14A | 12/15E | 12/16E |
|-------------------|--------|--------|--------|
| Capitaux investis | M€ 579 | 644 | 649 |

Ratios de profits & risques

| | 12/14A | 12/15E | 12/16E |
|---------------------------------|---------------|-------------|-------------|
| ROE (après impôts) | % 4,16 | 3,98 | 5,60 |
| Rendement des capitaux investis | % 8,67 | 7,75 | 8,56 |
| Ratio d'endettement | % 35,0 | 32,0 | 34,4 |
| Dette nette ajustée/EBITDA(R) | x 3,09 | 3,28 | 3,09 |
| Couverture des frais financiers | x 2,22 | 2,72 | 2,76 |

Ratios de valorisation

| | 12/14A | 12/15E | 12/16E |
|-----------------------------------|---------------|-------------|-------------|
| PER ajusté | x 15,9 | 16,4 | 11,5 |
| Rendement du cash flow disponible | % 19,4 | -10,8 | 7,42 |
| P/ANC | x 0,66 | 0,62 | 0,63 |
| Rendement du dividende | % 2,92 | 3,12 | 3,13 |

Valeur d'entreprise

| | 12/14A | 12/15E | 12/16E |
|--|---------------|-------------|-------------|
| Capitalisation boursière | M€ 202 | 209 | 218 |
| + Provisions | M€ 10,8 | 14,9 | 15,1 |
| + Pertes/(gains) actuar. non reconnus | M€ 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| + Dette nette fin d'année | M€ 90,0 | 124 | 114 |
| + Dette liée aux immo. en locat° op. | M€ 184 | 186 | 188 |
| - Immo. fin. (juste valeur) et autres | M€ | | |
| + Intérêts minoritaires (juste valeur) | M€ | | |
| = Valeur d'entreprise | M€ 487 | 534 | 536 |
| VE/EBITDA(R) | x 5,50 | 5,65 | 5,48 |
| VE/CA | x 0,72 | 0,73 | 0,72 |

Analyste : Virginie Blin, Changements de prévisions : 28/12/2015.