



Ranya GNABA

nonfoodretail@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

corporate.alphavalue.com

L'Espagne désormais rentable

Earnings/sales releases - 03/11/2016

Fact

Le chiffre d'affaires de Bricorama s'est inscrit en baisse de 0,5% au premier semestre 2016, pour atteindre €367,68m. Cette baisse est due au recul des deux principaux marchés, France et Bénélux de respectivement, 1,2% et 2,8%. Toutefois, l'Espagne affiche un rebond de 44,4% ramenant son résultat opérationnel en territoire positif. L'expansion de son réseau en Espagne à travers l'ouverture de cinq nouveaux magasins, a clairement dynamisé les ventes et la rentabilité. Les marges du groupe ont également profité d'une meilleure rentabilité en France, suite à une bonne maîtrise des charges d'exploitation. Notons à ce niveau que l'année 2016 marque l'intégration de la norme IFRIC 21 qui a rajouté €2m au poste impôt et taxe, impactant négativement les marges sur le marché français. Le résultat net ressort à €7,471m contre €3,771m en 2015 (pro-forma) tenant compte d'une provision pour risque et charge de €5,309m dont €3,5m sont liés au litige de Séville. La position de cash de Bricorama s'est légèrement détériorée par rapport à l'année dernière, sous l'effet du BFR et un capex en hausse. Ceci explique également l'accroissement de la dette nette par rapport à son niveau enregistré à la fin de l'année 2015.

Analysis

La baisse des ventes reflète les difficultés du secteur en France. Le ralentissement du marché bricolage et une concurrence intensifiée semblent peser sur l'activité de Bricorama. D'après la banque de France, les grandes surfaces n'ont progressé que de 0,3% à fin juin 2016 contre 1,9% sur l'ensemble de l'année 2015 dans un marché déjà qui manque par ailleurs de dynamisme (+0,6% vs. 0,8% une année auparavant). Ce contexte difficile vient s'ajouter à un périmètre réseau de magasin réduit sur ce début d'année (102 magasins contre 103 en 2015) ce qui a freiné la croissance de Bricorama. Selon le management, l'activité devrait progresser sur ce T4 et nous pensons que l'amélioration des principaux indicateurs économiques devrait avoir un impact positif sur Bricorama. En effet, pour le mois de juillet, les indicateurs économiques montrent une reprise sur le marché du bricolage de 0,1% en glissement annuel contre (-1,2% en Juin et -2,6% en Mai). Les permis de constructions ont également rebondi à 376k en juillet, contre 356k un mois auparavant et une moyenne mensuelle de 322k sur l'ensemble de l'année 2016.

Impact

Nous avons révisé légèrement à la baisse notre CA 2016 tenant compte d'un premier semestre difficile qui devrait impacter les réalisations de l'ensemble de l'année. Nos objectifs de bénéfices tiennent compte d'une meilleure maîtrise des coûts mais également de l'impact négatif de l'intégration de la norme IFRIC 21 sur les marges du marché français sur le premier semestre. Nous nous attendons à un EBITDA 2016 stable par rapport à 2015 et d'une marge à l'ordre de 6,7% sur les deux prochaines années.

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.

Reduce	Upside : 1.88%
Target Price (6 months)	€ 39.2
Share Price	€ 38.5
Market Capitalisation €M	239
Price Momentum	STRONG
Extremes 12Months	30.6 ▶ 38.5
Newsflow	Neutral
Bloomberg	ALBRI FP Equity
Reuters	BRIP.PA

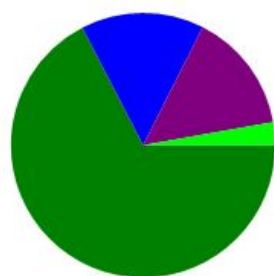
[Download Full Analysis](#)[Company Page](#)

PERF	1w	1m	3m	12m
Bricorama	0.00%	2.64%	10.9%	12.2%
Non Food Retail	-1.89%	-1.70%	2.33%	-11.0%
STOXX 600	-2.99%	-3.40%	-1.17%	-12.0%

Last updated: 03/11/2016	12/14A	12/15A	12/16E	12/17E
Adjusted P/E (x)	15.9	10.4	13.7	12.8
Dividend yield (%)	2.92	2.97	2.47	2.47
EV/EBITDA(R) (x)	5.50	5.74	6.06	5.85
Adjusted EPS (€)	2.04	3.25	2.81	3.01
Growth in EPS (%)	14.8	59.6	-13.7	7.03
Dividend (€)	0.95	1.00	0.95	0.95
Sales (€M)	675	725	732	743
Underlying operat. profit ma...	3.82	4.18	4.15	4.19
Attributable net profit (€M)	12.7	14.9	17.4	18.7
ROE (after tax) (%)	4.16	4.76	5.36	5.51
Gearing (%)	35.0	36.4	43.1	39.8

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

Sales by Geography



France (67.4%)
Netherlands (15.1%)
Belgium (14.7%)
Spain (2.8%)

Consolidated P&L Accounts

	12/15A	12/16E	12/17E
Sales	€M 725	732	743
Change in sales	% 7.44	0.96	1.43
Change in staff costs	% 5.06	1.62	1.10
EBITDA	€M 48.6	48.7	49.7
EBITDA(R) margin	% 13.1	13.1	13.1
Depreciation	€M -15.5	-16.3	-16.8
Underlying operating profit	€M 30.3	30.4	31.1
Operating profit (EBIT)	€M 32.2	29.7	31.1
Net financial expense	€M -4.26	-4.49	-4.46
of which related to pensions	€M	-0.10	-0.15
Exceptional items & other	€M -5.31		
Corporate tax	€M -7.82	-7.84	-8.07
Equity associates	€M 0.06	0.06	0.06
Minority interests	€M 0.00	0.00	0.00
Adjusted attributable net profit	€M 20.2	17.4	18.7
NOPAT	€M 21.3	21.0	22.0

Cashflow Statement

	12/15A	12/16E	12/17E
EBITDA	€M 48.6	48.7	49.7
Change in WCR	€M -21.4	-16.6	-9.82
Actual div. received from equity holdi...	€M 0.21	0.21	0.21
Paid taxes	€M -10.3	-7.84	-8.07
Exceptional items	€M		
Other operating cash flows	€M -12.8		
Total operating cash flows	€M 4.26	24.5	32.0
Capital expenditure	€M -8.90	-16.4	-8.84
Total investment flows	€M -8.90	-16.4	-8.84
Net interest expense	€M -4.26	-4.49	-4.46
Dividends (parent company)	€M -5.90	-6.22	-5.91
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 35.7	-9.51	-12.6
Change in cash position	€M -6.59	-1.40	10.5
Free cash flow (pre div.)	€M -8.90	3.61	18.7

Per Share Data

		12/15A	12/16E	12/17E
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	€	3.25	2.81	3.01
Restated NAV per share	€			
Net dividend per share	€	1.00	0.95	0.95

Valuation Summary

Benchmarks	Value	Weight	Largest comparables
DCF	€ 37.0	35%	Kingfisher
NAV/SOTP per share	€ 35.8	20%	Travis Perkins
EV/Ebitda	€ 44.7	20%	Rexel
P/E	€ 34.4	10%	Wolseley
Dividend Yield	€ 30.1	10%	Carrefour
P/Book	€ 74.2	5%	
TARGET PRICE	€ 39.2	100%	

NAV/SOTP Calculation

Balance Sheet

	12/15A	12/16E	12/17E
Goodwill	€M 199	199	199
Total intangible	€M 200	199	199
Tangible fixed assets	€M 82.2	82.0	73.7
Financial fixed assets	€M 4.32	4.32	4.32
WCR	€M 172	189	198
Other assets	€M 12.6	12.6	12.6
Total assets (net of short term liab.)	€M 471	487	488
Ordinary shareholders' equity	€M 318	332	346
Quasi Equity & Preferred	€M		
Minority interests	€M 0.04	0.04	0.04
Provisions for pensions	€M 7.33	7.19	7.30
Other provisions for risks and liabilities	€M 1.26	1.26	1.26
Total provisions for risks and liabilities	€M 8.59	8.45	8.56
Tax liabilities	€M 2.49	2.49	2.49
Other liabilities	€M		
Net debt (cash)	€M 142	144	131
Total liab. and shareholders' equity	€M 471	487	488

Capital Employed

	12/15A	12/16E	12/17E
Capital employed after depreciation	€M 645	662	666

Profits & Risks Ratios

		12/15A	12/16E	12/17E
ROE (after tax)	%	4.76	5.36	5.51
ROCE	%	8.35	8.14	8.30
Gearing (at book value)	%	36.4	43.1	39.8
Adj. Net debt/EBITDA(R)	x	3.45	3.47	3.31
Interest cover (x)	x	2.43	2.41	2.44

Valuation Ratios

		12/15A	12/16E	12/17E
Reference P/E (benchmark)	x	10.4	13.7	12.8
Free cash flow yield	%	-4.26	1.51	7.83
P/Book	x	0.66	0.72	0.69
Dividend yield	%	2.97	2.47	2.47

EV Calculation

		12/15A	12/16E	12/17E
Market cap	€M	209	239	239
+ Provisions	€M	8.59	8.45	8.56
+ Unrecognised actuarial losses/(gains)	€M	0.00	0.00	0.00
+ Net debt at year end	€M	142	144	131
+ Leases debt equivalent	€M	186	187	190
- Financial fixed assets (fair value)	€M			
+ Minority interests (fair value)	€M			
= EV	€M	545	579	569
EV/EBITDA(R)	x	5.74	6.06	5.85
EV/Sales	x	0.75	0.79	0.77

Analyst : Ranya GNABA, Changes to Forecasts : 03/11/2016.