



# Brico

Building Prod. Distribution / France



Ranya GNABA

nonfoodretail@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

corporate.alphavalue.com

## Un 2016 sans emphase mais structurant

Earnings/sales releases - 17/05/2017

### Fact

Bricorama clôture l'année 2016 avec un chiffre d'affaires en recul de 1,1%, en glissement annuel et ce en dépit d'une reprise sur le dernier trimestre. Sur l'ensemble de l'année, les ventes ont atteint €717m dont 66% de son marché domestique. Le contexte reste difficile en France et en Belgique contrairement au rebond des ventes en Espagne (+40%), soutenu par l'ouverture de nouveaux magasins. Toutefois, ceci reste insuffisant pour compenser la faiblesse des autres régions compte-tenu de sa faible contribution aux revenus du groupe (4.0%). En termes de rentabilité, le groupe a réussi à améliorer légèrement ses marges principalement tirée par la progression de 40 pb du taux de marge généré par les activités françaises (représentant 50% du résultat opérationnel courant). Toutefois, le résultat net a été pénalisé par le test de dépréciation réalisé sur l'UGT Bénélux. Le bénéfice net part du groupe s'est établi à €10,769m, accusant un déclin de 27,7%, en glissement annuel. En l'ajustant des éléments exceptionnels, le résultat ressort en légère hausse. La dette nette du groupe a été réduite grâce à une remarquable maîtrise de son cycle d'exploitation et ce malgré l'engagement d'importants investissements de modernisation (notamment en IT) et extension de magasins existants.

### Analysis

Les réalisations 2016 de Bricorama auront donc été en deçà de nos attentes principalement en termes des ventes générées par le marché domestique. Malgré l'évolution positive de 1,9% du marché Bricolage en France (à magasins non constants), les ventes de Bricorama ont régressé de 2,9% (vs +0,6% attendu par notre modèle). Nous avons sous-estimé l'impact des refontes significatives, des investissements en systèmes informatiques et le durcissement de la concurrence en France. Les investissements bien sûr préparent le terrain de 2017.

Bricorama a su maîtriser son BFR et ses charges financières contrairement à nos attentes ce qui explique un bénéfice ajusté supérieur à nos estimations. Pour l'année 2017, le management table sur une croissance de 2-3% du top-line du groupe, un résultat opérationnel en amélioration de 5% et des investissements de l'ordre de €15m. La stratégie de Bricorama s'articule encore et toujours sur une expansion sélective de son réseau et la mise à jour /extension des magasins pour faire face à une concurrence acharnée. Grâce à un bilan solide (un gearing à 40%), le groupe a les moyens de renouer avec sa stratégie de croissance externe, toujours à l'écoute des opportunités « raisonnables ». La reprise du secteur immobilier en France depuis mi 2016 est un élément porteur pour le secteur. Dans un contexte concurrentiel, le groupe devrait également, adapter son offre aux nouvelles tendances du marché, notamment les équipements des maisons connectées.

### Impact

Au-delà des mises à jour post publication, il est clair que le groupe Bricorama poursuit une logique de croissance prudente car autofinancée et en phase avec la constitution d'un patrimoine familial. Les objectifs 2017 sont prudents car les jalons posés en 2016 en termes d'investissements, fermeture des magasins

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.

<b>Reduce</b>	<b>Upside : -1.76%</b>
Target Price (6 months)	€ 39.7
Share Price	€ 40.5
Market Capitalisation €M	252
Price Momentum	<b>STRONG</b>
Extremes 12Months	34.0 ▶ 40.5
Bloomberg	ALBRI FP Equity
Reuters	BRIP.PA

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

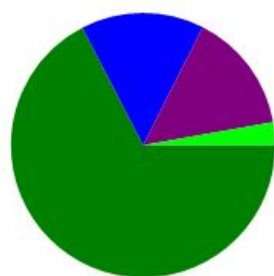
PERF	1w	1m	3m	12m
Bricorama	2.64%	7.01%	7.15%	18.9%
Non Food Retail	-0.38%	4.82%	9.22%	13.2%
STOXX 600	-1.34%	2.77%	5.65%	16.9%

Last updated: 03/11/2016	12/14A	12/15A	12/16E	12/17E
Adjusted P/E (x)	15.9	10.4	12.4	13.5
Dividend yield (%)	2.92	2.97	2.73	2.35
EV/EBITDA(R) (x)	5.50	5.74	5.82	5.98
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](#)

déficitaires et renforcement des moyens financiers laissent entrevoir une exécution à portée de main. Surtout si la confiance des ménages s'affirme après les élections présidentielle et législative.

## 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
<b>EBITDA(R) margin</b>	<b>% 13.1</b>	<b>13.1</b>	<b>13.1</b>
Depreciation	€M -15.5	-16.3	-16.8
Underlying operating profit	€M 30.3	30.4	31.1
<b>Operating profit (EBIT)</b>	<b>€M 32.2</b>	<b>29.7</b>	<b>31.1</b>
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
<b>Adjusted attributable net profit</b>	<b>€M 20.2</b>	<b>17.4</b>	<b>18.7</b>
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
<b>Free cash flow (pre div.)</b>	<b>€M -8.90</b>	<b>3.61</b>	<b>18.7</b>

## 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
<b>Benchmark EPS</b>	<b>€ 3.25</b>	<b>2.81</b>	<b>3.01</b>
Restated NAV per share	€		
<b>Net dividend per share</b>	<b>€ 1.00</b>	<b>0.95</b>	<b>0.95</b>

## Valuation Summary

Benchmarks	Value	Weight	Largest comparables
DCF	€ 36.4	35%	Kingfisher
NAV/SOTP per share	€ 35.8	20%	Travis Perkins
EV/Ebitda	€ 45.8	20%	Rexel
P/E	€ 36.8	10%	Wolseley
Dividend Yield	€ 32.5	10%	Carrefour
P/Book	€ 74.9	5%	
TARGET PRICE	€ 39.7	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
<b>Ordinary shareholders' equity</b>	<b>€M 318</b>	<b>332</b>	<b>346</b>
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		
<b>Net debt (cash)</b>	<b>€M 142</b>	<b>144</b>	<b>131</b>
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
<b>ROE (after tax)</b>	<b>% 4.76</b>	<b>5.36</b>	<b>5.51</b>
ROCE	% 8.35	8.14	8.30
<b>Gearing (at book value)</b>	<b>% 36.4</b>	<b>43.1</b>	<b>39.8</b>
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
<b>Reference P/E (benchmark)</b>	<b>x 10.4</b>	<b>12.4</b>	<b>13.5</b>
Free cash flow yield	% -4.26	1.67	7.45
P/Book	x 0.66	0.65	0.73
<b>Dividend yield</b>	<b>% 2.97</b>	<b>2.73</b>	<b>2.35</b>

## EV Calculation

	12/15A	12/16E	12/17E
Market cap	€M 209	216	251
+ 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	556	581
<b>EV/EBITDA(R)</b>	<b>x 5.74</b>	<b>5.82</b>	<b>5.98</b>
EV/Sales	x 0.75	0.76	0.78

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