

## Une amélioration sensible de la gestion des stocks

Publication Res./CA - 11/05/2015

### Actualité

Bricorama a publié des résultats en amélioration malgré une baisse du chiffre d'affaires. Le CA s'élève à €675m en baisse de 2.5% marqué par une baisse dans tous ces marchés. En France, l'évolution positive observée au premier trimestre ne s'est pas confirmée sur le reste de l'année. La météo ainsi que le contexte économique délicat expliquent en partie ce retrait sur l'an passé et impactent certaines familles de produits comme le jardinage.

Le groupe est parvenu à augmenter sa marge commerciale de 60bp à 39%, notamment sur le marché français. Le résultat opérationnel courant atteint €25.8m soit un gain de 20bp sur la marge qui s'élève à 3.8%.

### Analyse

Le niveau des ventes est décevant et rappelle que Bricorama opère sur des marchés difficiles. En 2014, les tensions sur le front de la consommation se sont traduites par un net retournement du marché français au cours de l'été. Selon la Banque de France, le marché a une nouvelle fois baissé en valeur (-1%) et en volume (-1%). La très légère progression enregistrée est à attribuer au segment Jardinage en hausse de 3.9%. Le marché français représente 65% des ventes du groupe mais sa part de marché n'est que de 5% et le groupe souffre d'une concurrence exacerbée des deux acteurs dominants qui continuent de progresser. Leroy Merlin (groupe Adéo) et Castorama (Kingfisher) enregistré une croissance de 1,3% en valeur. Leur part de marché est écrasante et n'a cessé de progresser depuis 2005, gagnant huit points, de 69% à 77%. Rappelons que les revenus 2013 de Bricorama avaient été fortement impactés par l'obligation imposée au groupe 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.

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.

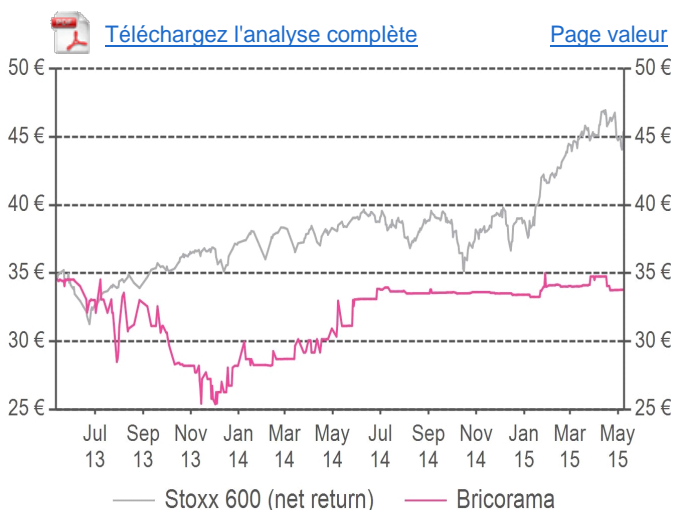
Malgré des ventes en recul, le groupe est parvenu à améliorer sa marge opérationnelle de 20 bp à 3.8% font un gain de 30bp en France à 4.9%. En termes de process et d'organisation, l'exercice a été marqué par le déploiement de l'outil pricing qui a permis d'améliorer le niveau de marge en France. Le projet PERFORMA 2016 a également permis d'optimiser le volume d'affaires réalisé avec les fournisseurs « privilégiés » et par voie de conséquence la gestion des stocks (en baisse de €10m). Le BFR a ainsi contribué à hauteur de €27m à la génération de cash-flow de €31m. L'amélioration du BFR a également permis de réduire la dette nette de €125m fin 2013 à €90m fin 2014 (gearing de 27.6%).

### Impact

L'exercice 2015 devrait bénéficier d'un renversement de tendance en Espagne et aux Pays-Bas qui resteront malgré tout des marchés structurellement difficiles. Le début d'année reste morose sur le marché français (source Banque de France) mais l'optimisation des volumes d'affaires et du parc de magasins ainsi que l'intégration des magasins GNUVA devraient permettre de retrouver un niveau de profitabilité accru. Nous attendons un résultat opérationnel courant de €30.4m pour une marge de 4.1% (+30bp).

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

Achat	Potentiel : 37,2 %
Cours objectif à 6 mois	46,4 €
Cours	33,8 €
Capitalisation boursière M€	210
Momentum du cours	<b>DÉFAVORABLE</b>
Extrême 12 mois	31,1 ▶ 35,0
Newsflow	Négatif
Bloomberg	ALBRI FP Equity
Reuters	BRIP.PA

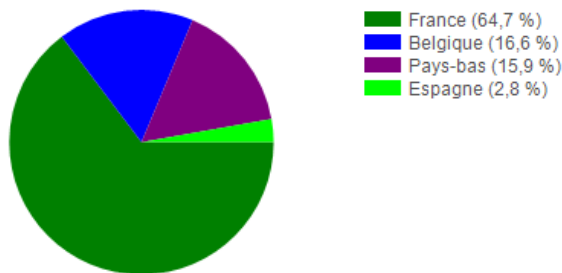


Performance	1s	1m	3m	12m
Bricorama	0,06 %	-2,79 %	-0,97 %	2,46 %
Distribut. non alimentaire	1,56 %	-1,73 %	7,77 %	27,0 %
STOXX 600	1,39 %	-1,11 %	7,19 %	17,8 %

Dernière maj : 11/05/2015	12/13A	12/14A	12/15E	12/16E
PER ajusté (x)	18,2	15,9	12,3	10,6
Rendement net (%)	2,93	2,92	3,11	3,26
VE/EBITDA(R) (x)	5,90	5,49	5,54	5,21
BPA ajusté (€)	1,78	2,05	2,74	3,18
Croissance des BPA (%)	-26,3	15,2	34,1	15,9
Dividende net (€)	0,95	0,95	1,05	1,10
Chiffre d'affaires (M€)	692	675	733	755
Marge d'EBIT (%)	3,55	3,82	4,14	4,54
Résultat net pdg (M€)	11,0	12,7	17,0	19,7
ROE (après impôts) (%)	3,72	4,18	5,47	6,14
Taux d'endettement (%)	42,9	35,0	33,1	35,0

[Valorisation](#) - [Comptes](#)

## Géographie du chiffre d'affaires



## Compte d'exploitation consolidé

	12/14A	12/15E	12/16E
Chiffre d'affaires	M€ 675	733	755
Croissance du CA	% -2,47	8,62	3,03
Variation des coûts de personnel	% 2,34	4,81	4,53
EBITDA	M€ 42,6	48,0	52,4
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>% 13,1</b>	<b>12,9</b>	<b>13,2</b>
Dotations aux amortissements	M€ -16,8	-17,6	-18,1
Résultat opérationnel courant	M€ 25,8	30,4	34,3
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€ 25,9</b>	<b>30,4</b>	<b>34,3</b>
Résultat financier net	M€ -4,03	-4,17	-3,95
dt serv. des engagts de retraites	M€	-0,17	-0,18
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€		
Impôts sur les sociétés	M€ -9,04	-9,17	-10,6
Mises en équivalence	M€ -0,12		
Intérêts minoritaires	M€ 0,00	0,00	0,00
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€ 12,7</b>	<b>17,0</b>	<b>19,7</b>
NOPAT	M€ 18,0	21,4	24,1

## Tableau de financement

	12/14A	12/15E	12/16E
EBITDA	M€ 42,6	48,0	52,4
Variation du BFR	M€ 26,7	-1,47	-4,32
Dividendes reçus des SME	M€ 0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€ -9,60	-9,17	-10,6
Eléments exceptionnels	M€		
Autres cash flow d'exploitation	M€ -9,00		
Cash flow d'exploitation total	M€ 50,7	37,3	37,5
Investissements matériels	M€ -20,3	-24,0	-19,6
Flux d'investissement net	M€ -7,43	-50,0	-19,6
Charges financières nettes	M€ -4,03	-4,17	-3,95
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	-32,9	-25,3
Variation de la trésorerie	M€ 15,5	-45,6	-7,45
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€ 26,3</b>	<b>9,16</b>	<b>13,9</b>

## 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
<b>BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)</b>	<b>€ 2,05</b>	<b>2,74</b>	<b>3,18</b>
Actif net réévalué par action	€		
<b>Dividende net par action</b>	<b>€ 0,95</b>	<b>1,05</b>	<b>1,10</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	40,4 €	35 %	Kingfisher
Somme des parties	35,3 €	20 %	Travis Perkins
VE/Ebitda	67,6 €	20 %	
P/E	41,2 €	10 %	
Rendement	41,4 €	10 %	
Cours/Actif net comptable	67,6 €	5 %	
Objectif de cours	46,4 €	100 %	

### Calcul NAV/SOTP

## Bilan

	12/14A	12/15E	12/16E
Survaleurs	M€ 175	175	175
Total actif incorporel	M€ 177	178	178
Immobilisations corporelles	M€ 76,7	109	111
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€ 0,20	0,20	0,20
BFR	M€ 141	143	147
Autres actifs courants	M€ 14,0	14,0	14,0
Actif total (net des engagements CT)	M€ 409	444	450
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€ 307</b>	<b>315</b>	<b>328</b>
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	4,22	4,22
Total des prov. pr risques et charges	M€ 10,8	9,42	9,60
Charges d'IS	M€ 0,95	0,95	0,95
Autres charges	M€		
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€ 90,0</b>	<b>119</b>	<b>111</b>
Passifs totaux	M€ 409	444	450

## Capitaux employés

	12/14A	12/15E	12/16E
Capitaux investis	M€ 579	616	624

## Ratios de profits & risques

	12/14A	12/15E	12/16E
<b>ROE (après impôts)</b>	<b>% 4,18</b>	<b>5,47</b>	<b>6,14</b>
Rendement des capitaux investis	% 8,67	8,76	9,14
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>% 35,0</b>	<b>33,1</b>	<b>35,0</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x 3,09	3,22	3,01
Couverture des frais financiers	x 2,22	2,47	2,71

## Ratios de valorisation

	12/14A	12/15E	12/16E
<b>PER ajusté</b>	<b>x 15,9</b>	<b>12,3</b>	<b>10,6</b>
Rendement du cash flow disponible	% 13,0	4,37	6,63
P/ANC	x 0,66	0,67	0,64
<b>Rendement du dividende</b>	<b>% 2,92</b>	<b>3,11</b>	<b>3,26</b>

## Valeur d'entreprise

	12/14A	12/15E	12/16E
Capitalisation boursière	M€ 202	210	210
+ Provisions	M€ 10,8	9,42	9,60
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€ 0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€ 90,0	119	111
+ 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	524	518
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x 5,49</b>	<b>5,54</b>	<b>5,21</b>
VE/CA	x 0,72	0,71	0,69

Analyste : Virginie Blin, Changements de prévisions : 11/05/2015.