

Cette analyse a été commandée et financée par l'entreprise concernée et constitue donc un avantage non-matériel mineur tel que défini par MIFID2

Bourrelier Group

Actif à redéployer

Opinion	Vente
Upside (%)	-12,2
Cours (€)	43
Objectif de cours (€)	37,8
Bloomberg Code	ALBOU FP
Capitalisation boursière (M€)	267
Enterprise Value (M€)	121
Momentum	BON
Sustainability	1/10
Credit Risk	BBB→

Analyste financier

Pierre-Yves Gauthier
+33 (0) 1 70 61 10 50

otherfinancials@alphavalue.eu



POUR

- Depuis 2018 Bourrelier Group se présente comme un holding familial redéployant la trésorerie dégagée par la cession de l'essentiel de ses activités de distribution
- L'histoire entrepreneuriale des dirigeants conduit à anticiper des réinvestissements pragmatiques aux rendements immédiats
- Les premières opérations significatives seront bouclées en 2020

CONTRE

- Les actifs résiduels de distribution au Benelux opèrent sous la franchise Intergamma dont la stratégie s'oppose aujourd'hui à celle de Bourrelier Group
- Le petit groupe familial devenu holding familial est attendu sur ses premiers investissements et leurs performances

Chiffres Clés	12/18A	12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
PER ajusté (x)	61,2	ns	48,7	147	58,0
Rendement net (%)	0,80	1,12	1,12	1,08	1,16
VE/EBITDA(R) (x)	11,9	6,49	4,29	4,80	3,43
BPA ajusté (€)	1,02	-0,46	0,92	0,31	0,74
Croissance des BPA (%)	20,5	n/a	n/a	-65,8	136
Dividende net (€)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Chiffre d'affaires (M€)	226	223	278	285	298
Marge opérationnelle courant (%)	-0,22	-2,74	1,80	0,35	1,85
Résultat net pdg (M€)	83,3	-21,5	0,70	-0,05	2,60
ROE (après impôts) (%)	27,2	-6,51	0,22	-0,02	0,79
Taux d'endettement (%)	-49,4	-48,7	-38,5	-35,9	-31,4

Conflits d'intérêts

Contrat de liquidité	Non
Activité de placement (actions/obligations)	Non
Intérêt personnel de l'analyste	Non
Conseil auprès de l'émetteur	Oui
Recherche financée par l'émetteur	Oui
Rencontres investisseurs payées par l'émetteur	Non
Activité de négociation sur titre chez AlphaValue	Non
Client de la recherche AlphaValue	Non

Comptes détaillés à la fin de ce rapport

Ratios clés

		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
PER ajusté	x	ns	48,7	147	58,0
VE/EBITDA	x	6,49	4,29	4,80	3,43
P/ANC	x	0,87	0,86	0,88	0,80
Rendement du dividende	%	1,12	1,12	1,08	1,16
Rendement du cash flow libre	%	9,42	7,18	2,79	7,72
Rendement des fonds propres (ROE)	%	-6,51	0,22	-0,02	0,79
Rendement des capitaux investis	%	-2,21	1,68	0,26	1,02
Dette nette/EBITDA	x	-1,63	-1,23	-0,76	-0,42

Compte d'exploitation consolidé

		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Chiffre d'affaires	M€	223	278	285	298
EBITDA	M€	23,6	32,0	30,8	35,3
Résultat opérationnel courant	M€	-6,12	4,50	0,75	3,30
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	-24,1	0,50	-0,25	2,30
Résultat financier net	M€	2,94	1,20	1,20	1,30
Profits avant impôts et exceptionnels	M€	-21,1	1,70	0,95	3,60
Impôts sur les sociétés	M€	-0,67	0,00	0,00	0,00
Résultat net pdg	M€	-21,5	0,70	-0,05	2,60
Résultat net ajusté, pdg	M€	-2,83	5,70	1,95	4,60

Tableau de financement

		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Cash flows d'exploitation total	M€	41,8	38,7	26,8	39,3
Investissements matériels	M€	-18,6	-20,0	-20,0	-20,0
Flux d'investissement net	M€	-21,1	-35,0	-40,0	-45,0
Dividendes (maison mère)	M€	-3,10	-3,11	-3,11	-3,11
Augmentation de capital	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	-7,94	-23,9	-24,9	-22,8
Variation de la dette nette	M€	18,5	0,84	-16,1	-8,47
Cash flow disponible (avant div)	M€	26,2	19,9	8,00	20,6

Bilan

		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Survaleurs	M€	15,2	15,2	15,0	15,0
Total actif incorporel	M€	18,9	20,2	20,0	20,0
Immobilisations corporelles	M€	49,2	55,0	60,0	65,0
Droits de tirage	M€	84,6	85,0	85,0	85,0
BFR	M€	25,8	19,1	23,0	19,0
Actif total (net des engagements CT)	M€	201	204	223	239
Capitaux propres part du groupe	M€	318	322	324	332
Provisions pour retraite	M€	1,00	2,06	2,08	2,10
Endettement net / (trésorerie)	M€	-124	-124	-108	-99,8
Passifs totaux	M€	201	204	223	239

Données par action

		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	-0,46	0,92	0,31	0,74
Dividende net par action	€	0,50	0,50	0,50	0,50
Cash flow libre par action	€	4,22	3,21	1,29	3,32
Actif net comptable par action	€	51,2	51,8	52,2	53,4
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	6,21	6,21	6,21	6,21

Table des matières

Activités et tendances.....	4
Mécanismes de profit.....	9
Valorisation.....	11
DCF.....	13
Actif net	14
Dettes.....	15
A Savoir.....	16
Durabilité.....	17
Gouvernance & Management.....	18
Environnement.....	19
Social.....	20
Staff & Pension matters.....	21
Mises à jour.....	22
Objectif de cours & Opinion.....	23
Graphiques.....	24
Comptes.....	27
Méthodologie.....	37

Activités et tendances

Début 2018 Bourrelier Group basculait en société holding post cession de l'essentiel de ses actifs de distribution. La structure juridique cotée est la continuation de Bricorama SA mais son périmètre en est profondément revu puisque le cœur de l'actif a été cédé en 2017 (lire section « Bon à savoir »)

La création de Bricorama SA en 1975, puis la cession de la quasi-totalité des métiers de distribution de bricolage en 2017 et la refonte en cours du portefeuille d'actifs sont l'œuvre d'un seul homme, Jean-Claude Bourrelier.

Bourrelier Group se conçoit comme un holding familial, riche du produit de cession de son principal actif. Au-delà d'un actif résiduel de distribution au Benelux, cette richesse doit être redéployée dans un portefeuille d'activités dans les meilleurs intérêts d'une famille qui détient 87% du capital de Bourrelier Group.

Bourrelier Group est prioritairement valorisée comme une société holding c'est-à-dire au travers d'un actif net réévalué (cf. section valorisation). Ses comptes consolidés sont ceux d'un distributeur de bricolage.

ACTIFS FINANCIERS

A fin 2019, Bourrelier Group n'avait pas redéployé une trésorerie nette consolidée de €130m environ et une trésorerie nette estimée à €300m au travers des comptes de la société mère. Les liquidités restent principalement investies en produits de placement hormis une opération annoncée dans le domaine hôtelier au 1T-2020, non chiffrée, et en Juillet 2020 le rachat à la barre de l'équipementier cycliste Mavic (non chiffré)

Stratégie d'investissement

Bourrelier Group a fait connaître ses principes d'investissements :

- investir dans des entreprises françaises ou européennes.
- Implication opérationnelle à la gouvernance des entreprises car «investir c'est entreprendre».
- Privilégier les activités auxquelles Bourrelier Group peut apporter la valeur de son expérience.

Bourrelier Group agit comme un family office qui aura donc à cœur de diversifier son patrimoine. Ces choix se font conjointement avec la nouvelle génération et peuvent donc s'éloigner de l'axe distribution. Le savoir-faire accumulé par père et fils dans le monde de la distribution peut probablement avoir de fortes résonances avec les métiers de services qui découlent de la digitalisation de l'économie.

Se pose aussi la question du type de support d'investissement. AlphaValue a toujours eu une préférence pour les holdings cotées dont les investissements sont des participations cotées. Tout simplement parce que les actionnaires minoritaires sont ainsi moins confrontés à l'asymétrie d'information. Mais au

final les supports d'investissements sont infinis et du seul ressort des propriétaires majoritaires.

On pourra aussi observer que la fortune de la famille Bourrelier a été acquise par une combinaison d'entrepreneuriat, d'énergie et de gestion prudente des deniers. Il est ainsi peu probable que la société s'engage dans des investissements au-delà de ses moyens financiers et managériaux.

Business model des métiers de l'investissement

Le petit groupe familial faisait à mi 2020 preuve d'une grande prudence dans sa stratégie d'investissement. Avant même la crise Covid, les actifs risqués s'avéraient chers. Cette observation s'est confirmée avec la liquidité offerte par les banques centrales remontant les multiples de valorisation de tous les actifs à des niveaux inattendus

Le groupe indique un investissement majoritaire dans le secteur hôtelier au H1 2020 avec 'murs et fonds' ce qui traduit bien un choix d'avoir des actifs réels et ... un manager de ces actifs dans le cadre d'un partenariat. Le groupe n'exclut pas de gérer ces actifs en direct ces actifs hôteliers en cours d'acquisition.

En juillet 2020 les medias mentionnaient par ailleurs l'accord des tribunaux au plan de reprise de Mavic par Bourrelier Group. Mavic, spécialisé dans les roues de vélo, était en liquidation et suppose de nouveaux investissements. On peut dès lors supposer que le prix payé est plus sous forme d'engagements d'investissements. Son chiffre d'affaires est d'environ €40m avec une centaine de salariés.

Pour les investissements minoritaires (12m€ engagés mais non libérés, répartis en 7 opérations) ils correspondent là encore à une philosophie de prudence.

ACTIFS DE DISTRIBUTION BRICOLAGE BENELUX

En 2002, Bourrelier Group (alors Bricorama) a converti l'ensemble de ses magasins en Belgique et aux Pays-Bas aux enseignes Gamma et Karwei qui bénéficiaient dans les deux pays d'une notoriété supérieure à celle de Bricorama. Bricorama est depuis franchisé des enseignes Gamma et Karwei, la première étant plus proche du format français de Bricorama, alors que Karwei a un positionnement plus "déco", plus sensible à la consommation marginale. La stratégie d'Intergamma est de développer ses marques propres et de continuer à être agressif sur les prix.

A mi 2020, les 72 magasins de Bourrelier Group sous enseigne des franchises Intergamma représentent 16% du total de l'activité de ce groupement.

En Belgique (40 magasins sur les 86, sous enseigne Gamma uniquement), Bourrelier Group réalise 42% des ventes d'Intergamma qui détient environ 14% du marché, soit une part de marché de 6.5% environ. Le principal concurrent de Bourrelier/Gamma en Belgique est le groupe Maxeda (CA de

€1.4bn (est), 390 magasins env. au Bénélux) que ses actionnaires, fonds de private equity, ne sont pas parvenus à céder. Le métier y est très concurrentiel.

Aux Pays-Bas, Bourrelier Group (32 magasins en 2019 et 2020) ne représente que 9.6% des ventes d'Intergamma qui détient 41% du marché (avec 165 enseignes Gamma et 131 Karwei), ce qui correspond à une part de marché d'environ 4%.

Le chiffre d'affaires de la zone Benelux plafonne. Le secteur connaît une croissance faible depuis la crise financière et du fait de modifications structurelles des comportements des consommateurs, précisément plus consommateurs qu'investisseurs dans un patrimoine immobilier souvent hors de portée.

En 2019 le chiffre d'affaires Bénélux de 220m€ donnait lieu à un résultat courant de 2m€ soit une marge opérationnelle de 1%. Cette qui résume les difficultés de ce métier.

Le recul du nombre de magasins (expropriation et refonte) explique la légère contraction du chiffre d'affaires en 2019 mais l'activité change au total assez peu, telle que retracée par le graphique suivant.

Ventes mensuelles 2019 vs. 2018



Au titre de 2020 et post fermetures (Belgique uniquement) imposées par la pandémie, le chiffre d'affaires montre une belle capacité de récupération avec au 1er semestre des chiffres en forte accélération sur ceux de 2019, sans semble-t-il mettre en risque les marges.

Cette accélération se retrouve sur la Hollande (+27% !) mais aussi sur la Belgique (+10% en dépit de la fermeture sur 1 mois). Le groupe fait état d'une météo de printemps favorable qui se serait combinée avec plus de temps à domicile donc plus de temps consacré au bricolage et jardinage. Il ne prévoit pas une prolongation de cette tendance au S2. Cette remarquable reprise se retrouve dans les chiffres des grands concurrents (Kingfisher...)

La réouverture d'un magasin en Hollande (Apeldoorn Noord) permet par ailleurs de tester de nouveaux concepts.

En €m	2016	2017	2018	2019	S1/2020	% var. S1
Belgique	104,4	105,6	106,6	106,3		
Pays Bas	108,9	115,4	116,3	113,4		
Total	213,3	221	222,9	219,7	131	19%

Relations difficiles avec Intergamma

Bourelrier Group reste pénalisé par ses engagements de loyers vis-à-vis du franchiseur Intergamma et dès 2017 souhaitait tirer avantage du retrait du cimentier irlandais CRH du groupement Intergamma pour rééquilibrer le rapport de force en portant son parc de magasins à près de 230 par rachat des actifs de CRH.

Cependant Intergamma s'est porté acquéreur de ces mêmes actifs, catalysant de fait une situation nouvelle à plusieurs titres :

- Changement de modèle économique puisque le franchiseur devient propriétaire de fonds de commerce en concurrence avec ses franchisés
- Financement puisque le règlement de l'acquisition (magasins et titres Intergamma) se fait par un changement des règles de ristourne avec certains franchisés seulement donc aboutissant à des régimes de traitement inégaux entre partenaires d'un même réseau
- Formation de fait de deux sous-groupes de franchisés sous bannière Intergamma : ceux qui participent au rachat et les autres (soit 75 magasins Bourelrier Group + 28 émanant de plus petits acteurs)

Bourelrier Group a fait connaître sa vive opposition à cette transaction entre CRH et Intergamma puisqu'elle entraîne un déséquilibre dans le contrat de franchise entre les franchisés participants et les franchisés non participants.

Il est notable que le niveau d'activité du groupement Intergamma n'est pas rendu publique ce qui ne permet pas de juger de la performance relative des magasins sous contrôle de Bourelrier Group.

Distribution demain

Bourelrier Group ne prend pas position sur la meilleure stratégie concernant cet actif de distribution au Benelux. Cette partie du petit groupe est activement gérée et peu soit être élargie par acquisitions, soit être cédée.

Bourelrier Group et Intergamma sont bien sûr conscients du couple risque/opportunité que représente l'accélération du e-commerce, notamment depuis le choc pandémique.

Bourelrier Group rappelle cependant que les marges brutes 'en ligne' sont mauvaises à environ 24% contre près de 34% en magasin. Par ailleurs plus des 2/3 de cette marge s'évaporent dans les frais connexes associés à cette forme de distribution. Ce constat milite pour une transition lente tant qu'elle ne coûte pas en part de marché.

En 2019 Bourellier Group aura pris le parti de déprécier les goodwill relatifs à ses actifs de distribution à hauteur de 19.3m€ pour les ramener à 15m€ environ

ACTIFS IMMOBILIERS

La cession d'actifs de distribution en France a été en partie rémunérée par un paiement en nature sous forme de murs d'exploitation de commerce de bricolage. L'actif immobilier ainsi transféré a une valeur ramenée à 30m€ environ après provisionnement de 6m€ en 2019. Les loyers assurent des rendements satisfaisants.

Chiffre d'affaires par division

Secteur	12/19A	12/20E	12/21E	12/22E	Chgt 20E/19		Chgt 21E/20E	
					M€	% du total	M€	% du total
Chiffre d'affaires	223	278	285	298	55+	100 %	7+	100 %
<i>O/w organic growth (%)</i>	-1,48	1,20	1,75	1,75	3+	5 %	1+	8 %
Magasins français Building Prod. Distribution	0,00	0,00	0,00	0,00	0+	0 %	0+	0 %
Magasins benelux Building Prod. Distribution	220	251	225	230	31+	56 %	-26+	-371 %
Magasins espagnols Building Prod. Distribution	0,00	0,00	0,00	0,00	0+	0 %	0+	0 %
Mavic Articles de sport		25,0	55,0	60,0	25+	45 %	30+	429 %
PPH Hotels		0,00	3,00	5,00	0+	0 %	3+	43 %
Other	3,40 ⁽¹⁾	2,00 ⁽¹⁾	2,00 ⁽¹⁾	3,00	-1+	-3 %	0+	0 %

1. Revenus de loyers principalement sur magasins de bricolage

Principales expositions

	Revenus	Coûts	Fonds propres
Devises "émergentes"	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Dollar	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Risque climatique à long term	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Géographie du chiffre d'affaires

Pays-bas	52,0 %
Belgique	47,0 %
France	1,0 %

Nous identifions les expositions aux thématiques macro économiques (quelle est la part du chiffre d'affaires exposée au Dollar par ex.) plutôt que les sensibilités (quel est l'impact d'une variation de 5pc du Dollar sur le résultat net par ex.). Les expositions du chiffre d'affaires sont simples à comprendre. Celles qui concernent les coûts sont plus difficiles à identifier. C'est encore plus complexe en termes de fonds propres. L'évaluation se fait en prenant par défaut la position d'un investisseur en action jugeant de son patrimoine en Euro. Certains cas de figure sont délicats à démonter tel qu'un investisseur de la zone Euro achetant une valeur suisse cotant en CHF mais avec des comptes en Dollar...

Mécanismes de profit

Le petit groupe familial est donc double avec un métier d'investisseur en devenir et un métier de distributeur de bricolage au Benelux.

Sur le premier métier, le business model se précisera quand les propriétaires feront connaître le détail de leurs premiers investissements. Nous n'avons pas intégré les investissements 2020 dans les comptes consolidés de 2020-2022.

Pour le second, la distribution spécialisée, le modèle économique est celui d'un métier très concurrentiel aux marges compressées.

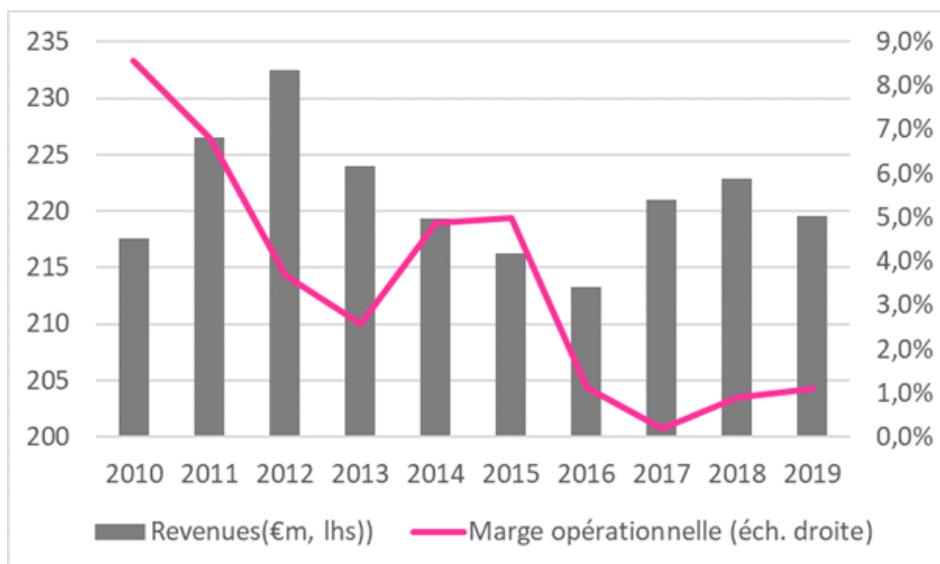
Les thématiques qui ont conduit Bourrelier Group à céder ses activités françaises se retrouvent ailleurs en Europe : concurrence exacerbée dans un marché en faible croissance ; pour une géographie donnée recherche d'une position de leader favorable à l'amélioration des conditions fournisseurs ; levier commercial associé à l'usage d'une franchise contre loyers pour l'usage de cette dernière. La pression de la concurrence des ventes par Internet et la montée en puissance des chaînes « discount » dans la distribution de bricolage contribuent là encore à largement durcir le métier y compris quand une position dominante a pu être construite. Le Benelux n'est pas un marché de taille suffisante pour y construire un projet majeur mais plus équilibré en termes de concurrence que ne l'est la France.

La pandémie Covid19 a accéléré partout dans le monde le recours à l'e-commerce, y compris dans des secteurs inattendus comme le luxe. Un nouvel ordre s'est peut-être mis en place dont il est délicat d'anticiper les pourtours : concurrence accrue probablement mais aussi peut être consommations plus locales et plus centrées sur le « home sweet home » ce qui serait un changement de paradigme.

Le rapport de force engagé à mi 2018 par Bourrelier Group avec la franchise Intergamma, avec notamment le refus d'en approuver et les comptes et la stratégie ne laisse pas entrevoir des conditions de fonctionnement idoines pour cette franchise.

La rentabilité d'exploitation du Benelux plonge depuis 2016 pour se stabiliser à 1%-2% en dépit d'un effort constant sur les charges. Les charges externes se sont alourdies achevant de dégrader une exploitation dont les frais de personnels étaient pourtant sous contrôle. Le glissement d'une partie des ventes vers le online contribue aussi à cette érosion des marges comme mentionné dans la section précédente.

Historique de l'activité Benelux (ventes et marges d'exploitation)



Les modestes performances depuis 2016 ont conduit le groupe à ramener la valeur de l'actif net Benelux de 86m€ à ... €9m après un nouvel amortissement des survaleurs à hauteur de 19m€ en 2019 Ce montant modeste même face à une marge opérationnelle de seulement 2m€ laisse les mains libres aux propriétaires de céder cet actif sans risque de moins-value. Dans la section valorisation nous accordons à cet actif une valeur plus substantielle.

Underlying operat. profit par division

	12/19A	12/20E	12/21E	12/22E	Chgt 20E/19		Chgt 21E/20E	
					M€	% du total	M€	% du total
Total	-6,10	5,00	1,00	5,50	11 ↑	100 %	-4 ↓	100 %
Magasins français	0,00	0,00	0,00	0,00	0 ↑	0 %	0 ↑	0 %
Magasins benelux	2,00	15,0	5,00	6,00	13 ↑	117 %	-10 ↓	250 %
Magasins espagnols	0,00	0,00	0,00	0,00	0 ↑	0 %	0 ↑	0 %
Mavic		-5,00	0,00	3,00	-5 ↓	-45 %	5 ↑	-125 %
PPH		0,00	1,00	1,50	0 ↑	0 %	1 ↑	-25 %
Other/cancellations	-8,10	-5,00	-5,00	-5,00	3 ↑	28 %	0 ↑	0 %

Marge d'Underlying operat. profit par division

	12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Total	-2,74 %	1,80 %	0,35 %	1,85 %
Magasins français				
Magasins benelux	0,91 %	5,98 %	2,22 %	2,61 %
Magasins espagnols				
Mavic		-20,0 %	0,00 %	5,00 %
PPH			33,3 %	30,0 %

Valorisation

La valorisation retenue pour Bourellier Group est de type « holding » laquelle surpondère l'approche par l'actif net réévalué.

Notre valorisation par l'ANR/somme des parties s'appuie sur une valorisation des activités Benelux sur la foi d'un ratio VE/CA de 30% très en deçà des niveaux affichés par les groupes cotés de la distribution de bricolage (60% à 95%) et donc a priori raisonnable. S'y ajoute la valorisation des actifs immobiliers résiduels du groupe après une correction en baisse de valeur de €6m. Nous retenons donc le chiffre de €36m. Nous attirons l'attention sur le fait que valoriser la distribution par sa valeur d'entreprise impose de retenir la dette/trésorerie consolidée laquelle s'est détériorée avec l'application de la norme IFRS16

Pour l'approche de la valorisation par les pairs, notre univers de comparables est celui des holdings cotées, univers ramené aux holdings à forte résonance familiale.

L'approche de la valorisation par l'actualisation des flux est un pari sur le redressement des marges de la distribution Benelux, sur des points bas depuis 2017. Cette valeur serait alors proche du double du chiffre retenu en NAV. A cette valeur des flux il convient de rajouter le cash net et notre hypothèse sur les premiers déploiements de ce cash soit €20m et valorisés à leur valeur d'investissement.

Valorisation

Méthodes		Valeurs (€)	Potentiel	Poids
Somme des parties		40,8	-5 %	55 %
Rendement	<i>Comparables</i>	21,4	-50 %	20 %
DCF		64,3	50 %	10 %
P/E	<i>Comparables</i>	21,5	-50 %	10 %
Cours/Actif net comptable	<i>Comparables</i>	48,5	13 %	5 %
Objectif de cours		37,8	-12 %	

Valorisation basée sur les comparables

Calculé sur 18 mois de prévisions	P/E (x)	Cours/Actif net comptable (x)	Rendement (%)
Ratios des pairs	15,6	0,91	2,33
Ratios Bourrelier Group	58,0	0,80	1,16
Prime	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Cours objectifs (€)	21,5	48,5	21,4
Investor	46,7	1,25	1,80
Porsche	5,74	0,68	3,62
Exor	7,78	0,77	0,61
GBL	25,3	0,70	3,05
Hal Trust	33,9	1,19	3,56
Industrivärden	26,8	0,94	2,53
Kinnevik Investment	35,9	0,58	2,15
Corporacion Financiera Alba	19,6	0,82	1,90

DCF par action

Coût moyen pondéré du capital (CMPC) %	8,22	Dettes (trésorerie) nette moyenne	M€	-116	
Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11	M€	122	Provisions	M€	4,06
Free cash flow de l'année 11	M€	21,4	Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00
Taux de croissance à l'infini "g"	%	2,00	Immobilisations financières (juste valeur)	M€	20,0
"g" de Durabilité	%	1,50	Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	0,00
Valeur terminale	M€	319	Valeur des fonds propres	M€	399
Valeur actuelle de la valeur terminale	M€	145	Nombre d'actions	Mio	6,21
en % de la valeur totale	%	54,1	DCF par action	€	64,3
Valeur totale actuelle	M€	267	Impact de la Durabilité sur le DCF	%	-2,83

Evaluer le coût du capital

Taux sans risque synthétique	%	3,50	Spread de crédit	bp	200
Prime de risque normative	%	5,00	Coût marginal de la dette	%	5,50
Taux d'impôt normalisé	%	30,0	Bêta de la société (endettée)	x	0,64
Échéance moyenne de la dette	Année	5	Ratio d'endettement à valeur de marché	%	-46,6
Bêta sectoriel	x	0,94	Dettes/VE	%	-87,2
Bêta de la dette	x	0,40	Taux de rentabilité exigé par les actionnaires	%	6,68
Capitalisation boursière	M€	267	Coût de la dette	%	3,85
Dettes nettes (trésorerie) à valeur comptable	M€	-124	Coût des fonds propres desendettés	%	8,22
Dettes nettes (trésorerie) à valeur de marché (Est.)	M€	-124	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	8,22

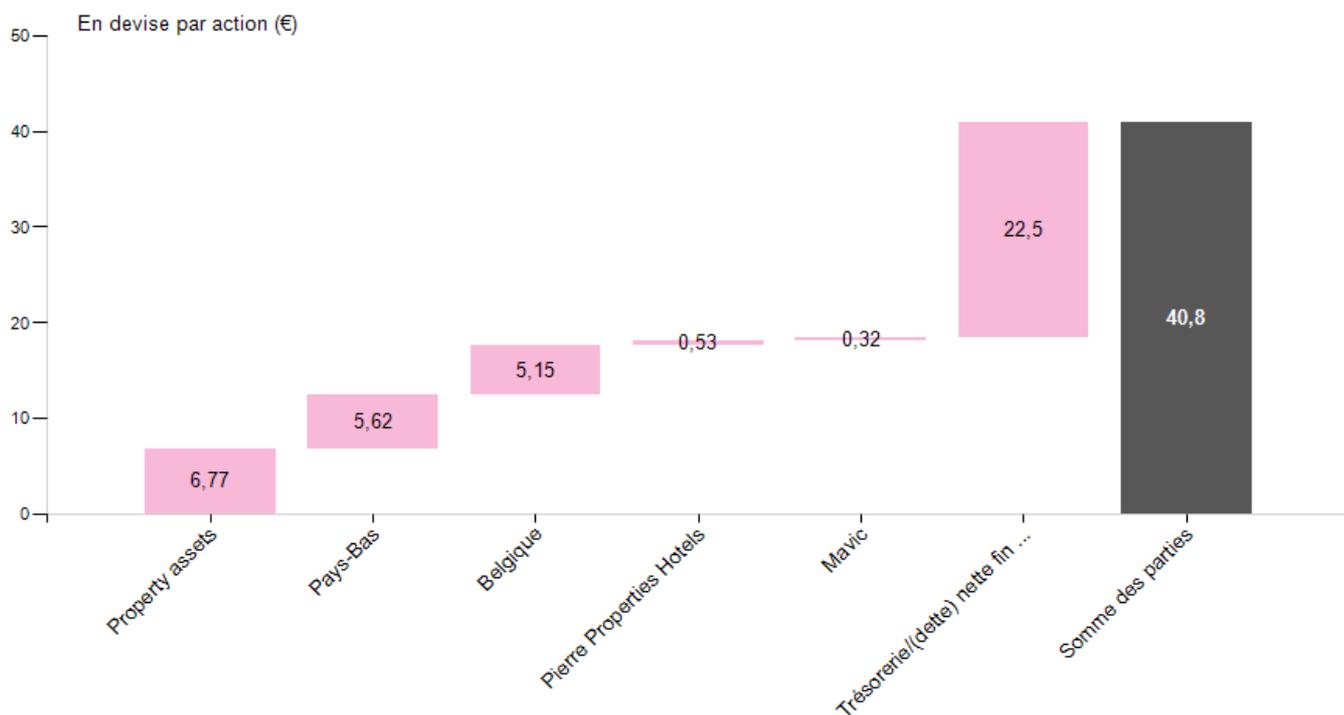
Calcul du DCF

		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E	Croissance	12/23E	12/30E
Chiffres d'affaires	M€	223	278	285	298	1,00 %	301	323
EBITDA	M€	23,6	32,0	30,8	35,3	1,00 %	35,7	38,2
Marge d'EBITDA	%	10,6	11,5	10,8	11,8		11,8	11,8
Variation du BFR	M€	12,0	6,71	-3,95	4,00	0,00 %	4,00	4,00
Cash flow d'exploitation total	M€	42,5	38,7	26,8	39,3		39,7	42,2
Impôts sur les sociétés	M€	-0,67	0,00	0,00	0,00	1,00 %	0,00	0,00
Bouclier fiscal	M€	0,88	0,36	0,36	0,39	1,00 %	0,39	0,42
Investissements matériels	M€	-18,6	-20,0	-20,0	-20,0	1,00 %	-20,2	-21,7
Investissements matériels/CA	%	-8,33	-7,19	-7,02	-6,71		-6,71	-6,71
Cash flows libres avant coût du financement	M€	24,2	19,1	7,16	19,7		19,8	21,0
Divers ajustements (incl R&D, etc.) pour les besoins...	M€							
Free cash flow ajustés	M€	24,2	19,1	7,16	19,7		19,8	21,0
Free cash flow actualisés	M€	24,2	19,1	6,62	16,8		15,7	9,53
Capitaux investis	€	181	189	213	229		231	248

Somme des parties

	% détenu	Technique d'évaluation	Multiple utilisé	Participation à 100% (M€)	Valorisation participation (M€)	En devise par action (€)	% des actifs bruts
Property assets	100 %	Risk Adj. PV		42,0	42,0	6,77	36,8 %
Pays-Bas	100 %	EV/Sales	0,3	34,9	34,9	5,62	30,6 %
Belgique	100 %	EV/Sales	0,3	32,0	32,0	5,15	28,0 %
Pierre Properties Hot...	66,0 %	ANR		5,00	3,30	0,53	2,89 %
Mavic	100 %	Adj. historical price		2,00	2,00	0,32	1,75 %
Autre							
Actif brut					114	18,4	100 %
Trésorerie/(dette) nette fin d'année					139 ⁽¹⁾	22,5	122 %
Engagements donnés							
Engagements reçus							
Somme des parties					254	40,8	222 %
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)					6,21		
Somme des parties par action (€)					40,8		
Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)						-5,27	

1. Y compris detted locatives aussi



Dettes

Le nouveau groupe est fort d'une position de trésorerie nette du groupe de €125m environ à fin 2019 qui doit être redéployée suivant les règles définies dans la section « Description de l'activité ». Cette trésorerie retrace un gonflement des actifs immobilisés au bilan suite à l'introduction de IFRS16 et donc un gonflement parallèle de la dette brute de 90m€ environ. Ces actifs en leasing sont logés dans les filiales bataves et belges.

Compte tenu de la structure de holding de Bourrelier Group, la trésorerie/dette nette peut aussi s'apprécier au niveau du holding de tête moins d'éventuels engagements. Elle est de l'ordre de €300m à fin 2019.

Coté exploitation analysée en consolidé, il est à noter que les 72 magasins situés au Benelux opèrent sous franchise Intergamma impliquant un impact non négligeable sur le BFR. En effet, Intergamma oblige contractuellement ses franchisés à régler les achats sous 20 à 30 jours alors que la moyenne des délais de paiement au Bénélux est de l'ordre de 60 à 70 jours. L'absence de refinancement significatif par le BFR conduit les activités Benelux à être structurellement endettées vis-à-vis des banques mais aussi jusqu'en 2018, vis-à-vis de Bourrelier Group. Ce dernier ramène cette exposition en 2019 de €84m à €5m env.

Detailed financials at the end of this report

Financement et liquidité

		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
EBITDA	M€	23,6	32,0	30,8	35,3
Cash flow des opérations	M€	31,9	33,2	32,0	36,6
Fonds propres	M€	318	322	324	332
Dette brute	M€	123	102	80,0	60,0
+ Trésorerie brute	M€	247	226	188	160
= Dette nette / (trésorerie)	M€	-124	-124	-108	-99,8
Ratio d'endettement	%	-48,7	-38,5	-35,9	-31,4
Fonds propres/Actif total (%)	%	158	157	145	139
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	-1,63	-1,23	-0,76	-0,42
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	5,35	3,31	2,73	1,82
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds ...</i>	%	28,4	24,8	20,6	16,2
<i>Ebit cover</i>	x	2,08	-3,64	-0,60	-2,45
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	25,2	31,3	38,1	57,2
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	-25,8	-26,7	-29,5	-36,7
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	20,7	18,8	9,51	32,1
<i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	12,9	11,2	9,81	9,02
<i>FCF/Dette CT</i>	x	1,20	0,91	0,40	1,03

A Savoir

En 1996, Mr Jean-Claude Bourrelier décide d'entrer en bourse afin de pouvoir lever des fonds pour participer à la concentration attendue du secteur. Malheureusement, Leroy Merlin, disposant d'une large assise financière remporte en 2001 les activités de Brico Belgium en France et en Espagne et au Portugal pour une enveloppe de €340m. En 2007, Mr Bourrelier étudie la possibilité de sortir Bricorama de la cote et de mettre en place un LBO en faveur des salariés avec l'appui d'un partenaire financier. L'offre faite aux minoritaires (12,5% du capital) est alors à 52€/action. L'offre est mise en échec, le fond activiste JG Capital Management/JG Partners ayant racheté 7,5% du capital afin de bloquer tout projet de retrait de la cote. Le fond a également assigné les administrateurs de Bricorama à comparaître devant le tribunal de commerce de Créteil à deux reprises dans le cadre d'une demande d'indemnisation de respectivement €96,3m et €7m au profit de Bricorama. JG Capital Management a notamment contesté le montant de la vente par Bricorama d'une filiale de production d'électricité, Eoliennes Bricorama, à la société Maison du Treizième, contrôlée par Mr Bourrelier pour une valeur de €3,7m. JG Capital Management est toujours actionnaire minoritaire avec 6,45% du capital et 6,71% des droits de vote.

L'opposition de JG Capital Management à la direction de Bourrelier Group se traduit par de longues procédures juridiques. Au cours de l'Assemblée Générale de Juin 2020, il a été rappelé que JG Capital Mgt, IDI et Lazard Frères Gestion avaient formulé une demande de retrait, demande validée par l'AMF mais contestée en appel par Bourrelier Group. Depuis la décision de l'AMF, la cotation est suspendue.

Pour rappel :

Bricorama a dû faire face à l'ouverture le dimanche des magasins de ses concurrents sans jouir de cet avantage entre 2012 et 2016, année où la loi Macron met enfin le secteur sur un pied d'égalité.

L'acquisition amicale proposée en 2015 et refusée par les actionnaires de Mr. Bricolage (CA 2016 de 524m€) aurait permis de presque doubler la surface de Bricorama et mieux résister à la domination de Kingfisher/Castorama et de Leroy Merlin.

En 2017 la cession des activités françaises et espagnoles de Bricorama conduit à la formation de Bourrelier Group sans changement de la structure d'actionariat et de contrôle

Actionnaires

Nom	% détenu	Dont droits de votes	Dont flottant
Famille Bourrelier	87,3 %	89,9 %	0,00 %
JG Partners	6,45 %	6,71 %	0,00 %
Flottant			6,24 %

Sustainability

Score de durabilité

La durabilité est constituée d'éléments analytiques contribuant au E, au S et au G, qui peuvent être mis en évidence comme précurseurs de la durabilité et peuvent être combinés de manière satisfaisante.

	Score	Poids
Gouvernance		
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	2/10	25 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration	0/10	20 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif	✘	5 %
Environnement		
Emissions CO ²	1/10	25 %
Prélèvement d'eau	1/10	10 %
Social		
Évolution de la dispersion des salaires	0/10	5 %
Satisfaction au travail	0/10	5 %
Communication interne	10/10	5 %
Score de durabilité	1,4/10	100%

Gouvernance & Management

Le PDG-fondateur de Bricorama, Jean-Claude Bourrelier est le principal actionnaire avec 87% des parts et siège depuis 1983 en tant que président du conseil. Ce dernier est composé de 5 membres, élus pour une période de 6 ans chacun. M. Criton est considéré comme administrateur indépendant, les 4 autres administrateurs appartenant à la famille du fondateur

Il est clair que la stratégie poursuivie par le groupe vise à défendre les intérêts patrimoniaux. Les investisseurs tiers ne peuvent envisager que d'accompagner la famille dans la poursuite prudente de l'optimisation de ses intérêts.

Score de gouvernance

Société (Secteur)

3,8 (5,0)

Independent board

Non

Paramètres	Société	Secteur	Score	Poids
Nombre de membres du Conseil d'Administration	5	10	10/10	5,0 %
Féminisation du Conseil d'Administration (%)	20	35	4/10	5,0 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration (%)	100	67	0/10	10,0 %
Age moyen des membres du CA	60	59	5/10	5,0 %
Type de société : Small cap, contrôlée			4/10	10,0 %
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	20	39	2/10	20,0 %
Une Action, un droit de vote			✗	10,0 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif			✗	0,0 %
Le Chairman n'est pas un ancien membre du comité de direction			✗	5,0 %
Transparence totale des rémunérations du comité de direction			✓	5,0 %
Transparence des seuils à atteindre avant attribution de bonus			✗	5,0 %
Le comité des rémunérations rapporte au Conseil d'Administration			✗	5,0 %
Statuts intelligibles et simples			✓	15,0 %
Score de gouvernance			3,8/10	100,0 %

Management

Nom	Fonction	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Salaire, in k€ (year)	
					Trésorerie	Rémunération en titres
Jean-Claude BOURRELIER	M  Chairman	1946	1983		(2019)	(2019)

Conseil d'administration

Nom	Indep.	Fonction	Fin du mandat actuel	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Jetons de présence, en k€ (année)		Valeur des titres, en k€ (année)	
Jean-Claude BOURRELIER	M  ✗	Président	2026	1946	2008		7,00 (2019)		0,00 (2019)	
Yoann BOURRELIER	M  ✗	Membre	2021	1982	2009		13,0 (2019)		160 (2019)	
Annabelle BOURRELIER	F  ✗	Membre	2026	1957	2008		13,0 (2019)		160 (2019)	
Jean-Michel BOURRELIER	M  ✗	Membre	2026	1978	2008		13,0 (2019)		160 (2019)	
Jean CRITON	M  ✓	Membre	2026	1947	2014		24,0 (2019)		0,00 (2019)	

Score d'Environnement

Ensembles de données évalués en tant que tendances sur un calendrier glissant, en fonction du secteur

Paramètres	Score	Secteur	Poids
Energie	1/10	3/10	25 %
Emissions CO ²	1/10	5/10	30 %
Déchets	1/10	3/10	15 %
Prélèvement d'eau	1/10	3/10	30 %

Société (Secteur)

1,00 (3,49)

Paramètres environnementaux

Données sectorielles

Société	Pays	Score d'Environnement	Energie (totale, GJ)	Emissions CO ₂ (tonnes)	Prélèvement d'eau (m ³)	Déchets (total, tonnes)
Bourellier Group		1/10	n/a	n/a	n/a	n/a
En+		2/10	287 300 000	50 600 000	852 000 000	213 300 000
DWS		3/10	n/a	11 982	n/a	n/a
Adyen		5/10	49 969	2 443	n/a	n/a
Nexi		10/10	57 741	1 167	49 927	664
Wise		1/10	n/a	n/a	n/a	n/a
EdenRed		3/10	53 334	7 427	32 312	467
Vivendi		7/10	169	47 038	n/a	33 269
Deutsche Boerse		10/10	245 171	6 736	74 633	32
Porsche		1/10	n/a	n/a	n/a	n/a
Bouygues		2/10	30 772 800	2 240 000	1 000 000	n/a
GBL		4/10	n/a	200	n/a	n/a
Investor		6/10	3 967	88	n/a	n/a
Hal Trust		1/10	n/a	n/a	n/a	n/a
Heineken Holding		7/10	25 458 200	1 516 000	92 800 000	4 352 600
London Stock Exchange Group		3/10	247 635	16 949	98 077	822
Eurazeo		6/10	10 062 709	790 076	37 181 108	41 600
Industrivärden		4/10	n/a	36	n/a	n/a
Corporacion Financiera Alba		10/10	23 883	3 090	31 064	7 469
Kinnevik Investment		4/10	n/a	17	n/a	n/a
Sonae		8/10	2 705 233	163 306	1 861 481	95 556
Ackermans & van Haaren		1/10	n/a	629	811	n/a
Exor		1/10	n/a	n/a	n/a	n/a
Bolloré		9/10	1 017 954	395 260	1 484 073	31 710
Wendel		4/10	n/a	101	n/a	n/a
VIEL & Cie		1/10	n/a	n/a	n/a	n/a
Picanol		1/10	n/a	n/a	n/a	n/a
Amundi		10/10	76 511	3 821	21 476	189
Euronext NV		3/10	41 151	2 130	253 892	n/a
Worldline		10/10	301 172	4 721	81 668	201

Social score

Société (Secteur)

4,0 (5,7)

Paramètres Quantitatifs (67 %)

Ensemble de mesures numériques liées au personnel, disponibles dans le modèle propriétaire AlphaValue, visant à établir un classement sur les questions sociales et de ressources humaines.

Paramètres	Score	Poids
Evolution du personnel total	1/10	20 %
Evolution du salaire moyen	1/10	35 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les frais de personnel	9/10	25 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les impôts	2/10	20 %
Évolution de la dispersion des salaires	0/10	0 %
Bonus Effectif et Retraites (0 ou 1)	0	
Quantitative score	3,2/10	100%

Paramètres Qualitatifs (33 %)

Ensemble de critères qualitatifs, à cocher par l'analyste

Paramètres	Score	Poids
Accidents du travail	10/10	25 %
Developpement des ressources humaines	6/10	35 %
Paye	0/10	20 %
Satisfaction au travail	0/10	10 %
Communication interne	10/10	10 %
Score Qualitatif	5,6/10	100%

Les analystes d'AlphaValue cochent des cases sur les composantes essentielles de la vie sociale et des ressources humaines de l'entreprise.

La décision de cocher Oui ou Non est en grande partie une évaluation qui combine la communication de l'entreprise sur la question pertinente et le meilleur jugement de l'analyste à partir de son expérience.

Score Qualitatif

Paramètres	Oui ✓ / Non ✗	Poids
Accidents du travail		25 %
Des objectifs ont-ils été fixés sur tous les sites du groupe?	✓	10,0 %
Les accidents du travail sont-ils en diminution?	✓	15,0 %
Developpement des ressources humaines		35 %
Les compétences nécessaires pour atteindre les objectif du groupe sont-elles identifiées	✓	3,5 %
Existe-t-il un plan de recrutement à moyen terme (2 à 5 ans)	✓	3,5 %
Existe-t-il une stratégie de formation pour atteindre les objectifs fixés par la société?	✓	3,5 %
Les salariés sont-ils formés aux objectifs de demain?	✓	3,5 %
Tous les salariés ont-ils accès à la formation?	✓	3,5 %
Le groupe n'a pas fait de plan social ou tout autre forme licenciement économique sur l'année?	✗	3,5 %
Les talents sont-ils restés?	✗	3,5 %
Les managers ont-ils des objectifs de management?	✓	3,5 %
Si oui, les résultats sont-ils pris en compte pour la réévaluation salariale?	✗	3,5 %
La mobilité interne entre les différentes unités du groupe est-elle encouragée?	✗	3,5 %
Paye		20 %
Existe-t-il un comité de rémunération ?	✗	6,0 %
La rémunération variable prend-t-elle en compte la performance du groupe et celle du salarié?	✗	14,0 %
Satisfaction au travail		10 %
Existe-t-il une mesure de la satisfaction des salariés?	✗	3,3 %
Chacun peut-il y participer?	✗	3,4 %
Y a-t-il un plan d'action pour améliorer le moral des salariés?	✗	3,3 %
Communication interne		10 %
La stratégie et les objectifs du groupe sont-ils disponibles pour tous les salariés?	✓	10,0 %
Score Qualitatif	5,6/10	100.0%

Effectifs et retraites

Les effectifs CDI sont à 1 547 personnes pour l'essentiel employées au Benelux dont les deux tiers en Hollande.

Les provisions pour engagements de retraite deviennent insignifiantes suite aux cessions et sont notablement absentes aux Pays Bas

Comptes détaillés à la fin de ce rapport

Synthèse des risques liés aux engagements de retraites

		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Ratio des engagements retraite	%	0,44	0,64	0,64	0,63
Fonds propres part groupe	M€	318	322	324	332
Valeur actualisée des engagements	M€	1,39	2,06	2,08	2,10
<i>dont engagements financés</i>	<i>M€</i>	<i>1,39</i>	<i>2,06</i>	<i>2,08</i>	<i>2,10</i>
<i>dont engagements non financés</i>	<i>M€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<i>dont autres engagements (santé)</i>	<i>M€</i>		<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Ecarts actuariels non comptabilisés au bilan	M€	0,00	0,00	0,00	0,00

Répartition géo. des engagements de retraites

		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Exposition US	%				
Exposition GB	%				
Exposition Euro	%	100	100	100	100
Exposition Pays Nordiques	%				
Exposition Suisse	%				
Autre exposition	%				
Total	%	100	100	100	100

Recent updates

08/03/2022

Changement d'opinion, lié aux mouvements sur les marchés, de Alléger à Vente

20/01/2021

Excellent 1er semestre intégré dans nos prévisions

Changement d'EPS	2020 : € 0,92 vs 0,34	+172 %
	2021 : € 0,31 vs 0,10	+221 %

Les résultats projetés intègrent un excellent premier semestre en matière de bricolage et la poursuite de bonnes affaires sur le second semestre. 2021 est un point d'interrogation et pourrait être revu en baisse.

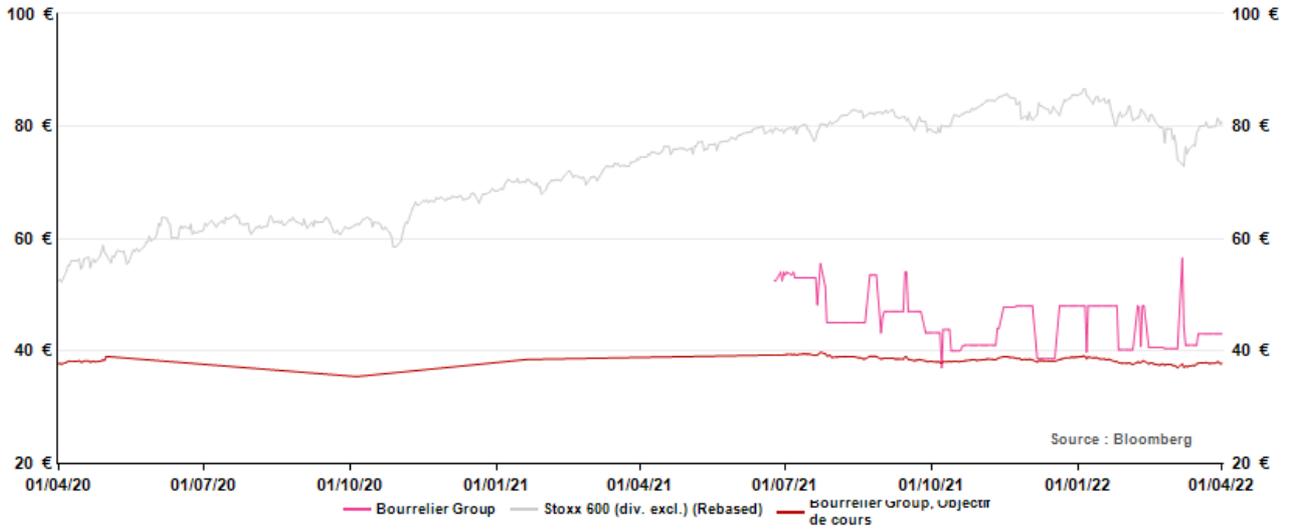
Changement d'Objectif de cours	€ 37,6 vs 35,4	+6,09 %
---------------------------------------	----------------	---------

Les très bons résultats du 1er semestre et les ajustements sur les projections conduisent à un redressement du cours objectif de 5%, l'actif net réévalué - largement constitué de liquidités - bougeant peu.

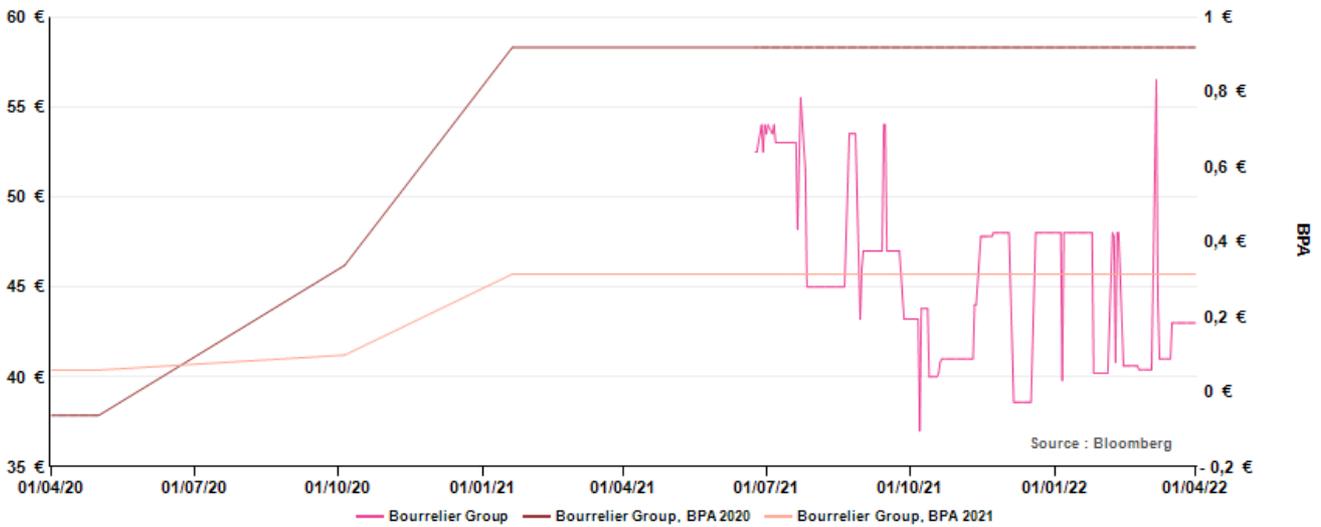
Changement de DCF	€ 66,9 vs 53,3	+25,3 %
--------------------------	----------------	---------

Le DCF reflète un effet de base sur l'activité de bricolage qui se prolongerait ... un peu. La consolidation des pertes de Mavic conduira à probablement revoir ce chiffre.

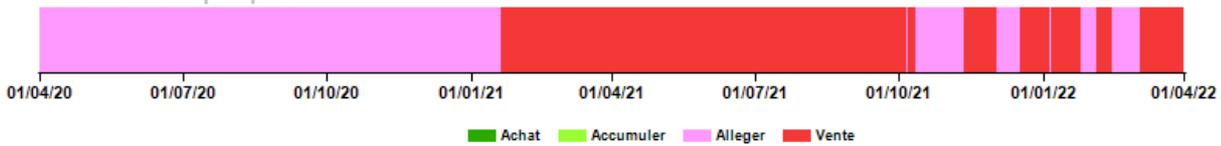
Cours & Objectif de cours



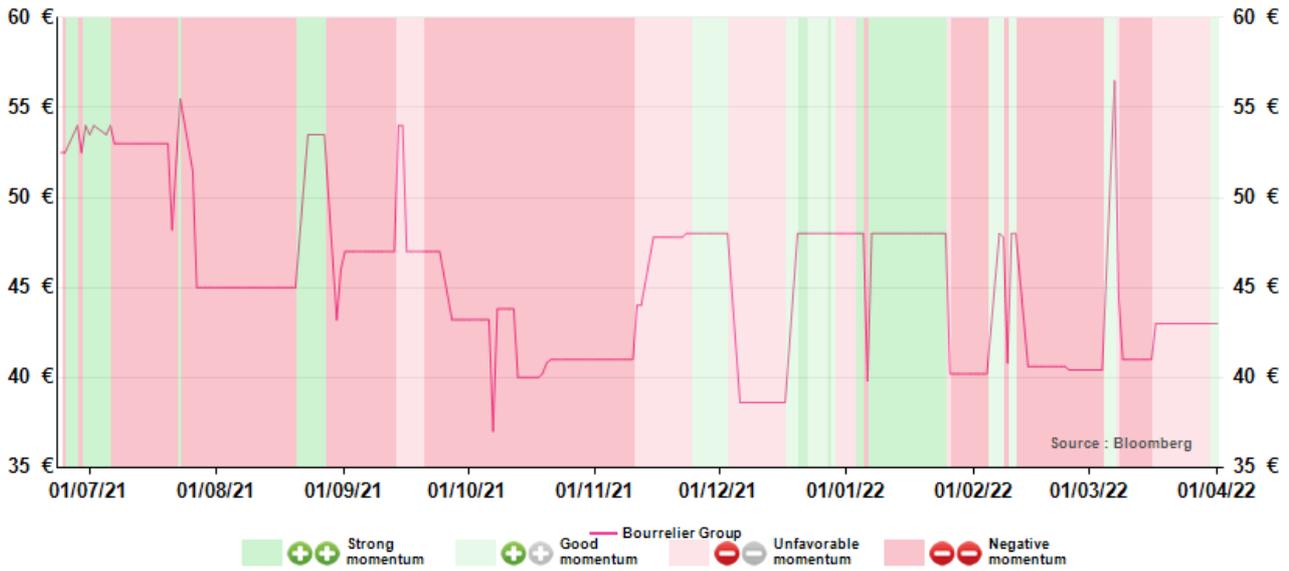
Bénéfices par action et Opinion



Bourrelier Group : Opinion



Momentum



L'analyse par le momentum consiste à évaluer la tendance boursière sur un instrument financier, à partir de l'analyse des flux d'échanges sur cet instrument. Les principaux indicateurs utilisés dans notre outil de momentum sont les moyennes mobiles simples sur 3 échelles de temps : le court terme (20 jours de bourse), le moyen terme (50j) et le long terme (150j).

Le positionnement de ces moyennes mobiles les unes par rapport aux autres nous indique l'orientation des flux sur ces 3 échelles de temps. Par exemple si les moyennes mobile courtes et intermédiaires sont au dessus de la moyenne longue cela détermine une orientation haussière à confirmer.

Nous prenons également en compte la position du dernier cours de bourse par rapport aux trois moyennes mobiles (indicateur avancé) ainsi que la dynamique de ces 3 moyennes -baissière, neutre, haussière- qui est plutôt un indicateur retardé.

Les indications directionnelles données par les flux au travers des moyennes mobiles et les cours doivent être confirmées par les volumes pour valider le signal. Nous utilisons pour cela un calcul de hausse moyenne des volumes sur 10 semaines complété par un calcul relatif sur les volumes à la hausses et les volumes à la baisse pour valider nos analyses

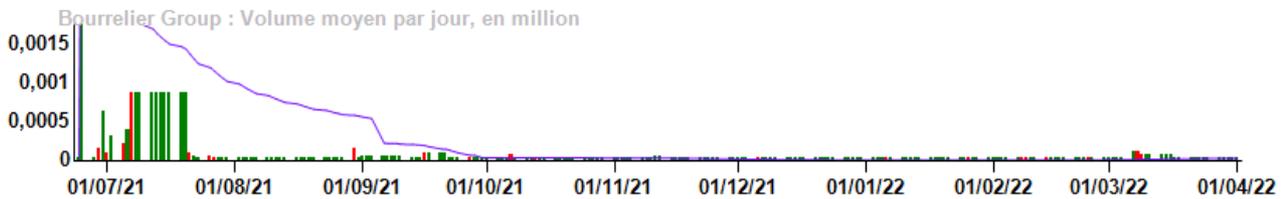
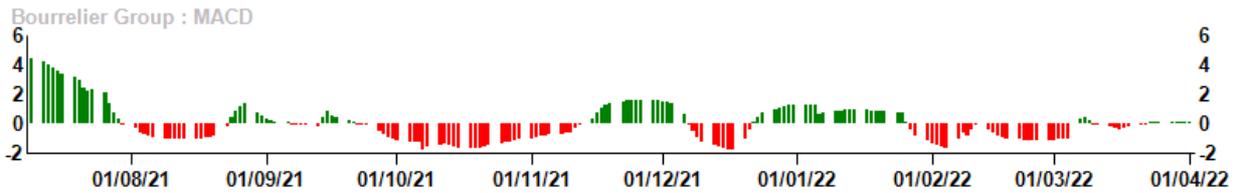
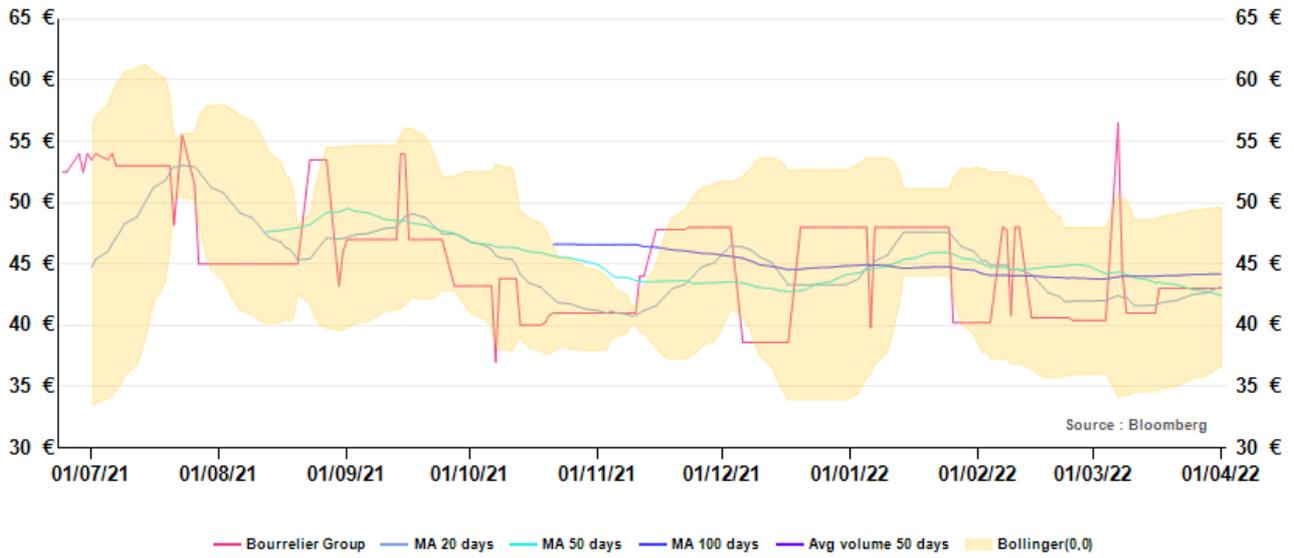
 : Momentum fortement positif correspondant a une tendance haussière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

 : Momentum plutôt positif correspondant à une orientation globalement haussière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-achat ou par l'absence de volumes.

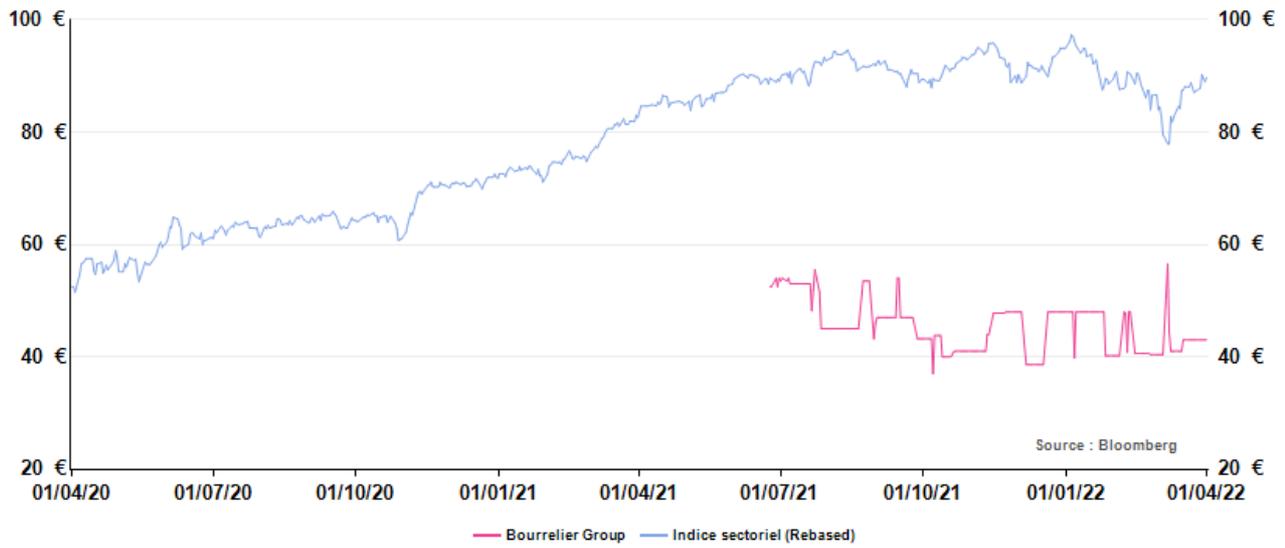
 : Momentum plutôt négatif correspondant à une orientation neutre ou baissières des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-vente ou par l'absence de volumes.

 : Momentum fortement négatif correspondant à une tendance baissière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

Moyenne mobile MACD & Volume



Secteur Autres Financières



Données financières

Clefs de valorisation		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
PER ajusté	x	ns	48,7	147	58,0
PER publié	x	-12,9	396	-5 738	103
VE/EBITDA(R)	x	6,49	4,29	4,80	3,43
P/ANC	x	0,87	0,86	0,88	0,80
Rendement du dividende	%	1,12	1,12	1,08	1,16
<i>Rendement du cash flow disponible</i>	%	9,42	7,18	2,79	7,72
Cours moyen	€	44,8	44,7	46,2	43,0

Compte d'exploitation consolidé

		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Chiffre d'affaires	M€	223	278	285	298
<i>Croissance du CA</i>	%	-1,48	24,7	2,52	4,56
<i>CA par employé</i>	k€	144	176	174	178
Croissance organique	%	-1,48	1,20	1,75	1,75
Achats et coûts externes (incl. IT)	M€	-162	-209	-219	-224
Coûts de personnel	M€	-34,8	-36,4	-38,5	-40,0
Loyers de location opérationnelle	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Coût des ventes (indicatif)	M€	-145	-189	-199	-204
EBITDA	M€	23,6	32,0	30,8	35,3
EBITDA(R)	M€	23,6	32,0	30,8	35,3
<i>Marge d'EBITDA(R)</i>	%	10,6	11,5	10,8	11,8
<i>EBITDA(R) par employé</i>	k€	15,3	20,3	18,8	21,1
Dotations aux amortissements	M€	-23,2	-25,5	-28,0	-30,0
<i>Dotations aux amortissements/CA</i>	%	10,4	9,17	9,82	10,1
Dépréciations	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dotations aux provisions	M€	-6,49	-2,00	-2,00	-2,00
Résultat opérationnel courant	M€	-6,12	4,50	0,75	3,30
<i>Marge opérationnelle courante</i>	%	-2,74	1,62	0,26	1,11
Autres revenus/dépenses (cash)	M€	0,72	1,00	1,00	1,00
Autres rev./dép. (non cash; incl. réévaluat° d'actifs)	M€				
Résultat des JV	M€				
Dépréciation des survaleurs	M€	-18,7	-5,00	-2,00	-2,00
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	-24,1	0,50	-0,25	2,30
Charges financières	M€	-0,71 ⁽²⁾	-1,00 ⁽²⁾	-1,00	-1,00
<i>dont effectivement décaissé</i>	M€	1,99	2,00	2,00	2,00
Produits financiers	M€	0,21	0,20	0,20	0,30
Autres produits (charges) financiers	M€	3,44	2,00	2,00	2,00
Résultat financier net	M€	2,94	1,20	1,20	1,30
<i>dont services des engagements de retraites</i>	M€		-0,04	-0,04	-0,04
Profits avant impôts et exceptionnels	M€	-21,1	1,70	0,95	3,60
Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)	M€	0,00	-1,00	-1,00	-1,00
<i>dont composante cash</i>	M€				
Impôt courant	M€	-0,67	0,00	0,00	0,00
Déficits fiscaux reportables	M€				
Impôts différés	M€				
Impôts sur les sociétés	M€	-0,67	0,00	0,00	0,00
<i>Taux d'imposition</i>	%	-27,0	0,00	0,00	0,00
<i>Marge nette</i>	%	-9,78	0,61	0,33	1,21
Mises en équivalence	M€	0,29	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendes reçus des mises en équivalences</i>	M€				
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>dividendes versés aux minoritaires</i>	M€				
Résultat des activités destinées à être cédées	M€				
Résultat net pdg	M€	-21,5	0,70	-0,05	2,60
Dépréciation des survaleurs	M€	18,7	5,00	2,00	2,00
Autres ajustements	M€	0,00			
Résultat net ajusté, pdg	M€	-2,83	5,70	1,95	4,60
Economie d'intérêts	M€				
Résultat corrigé et dilué	M€	-2,83	5,70	1,95	4,60
NOPAT	M€	-3,99	3,18	0,56	2,34

2. Coût d'opportunité des actifs immobiliers de distribution de bricolage reçus en paiement des cessions de Bricorama France

Tableau de financement

		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
EBITDA	M€	23,6	32,0	30,8	35,3
Variation du BFR	M€	12,0	6,71	-3,95	4,00
<i>dont (augm./dimin.) des créances clients</i>	M€	1,10	-0,02	0,05	0,00
<i>dont (augm./dimin.) des stocks</i>	M€	1,05	-2,32	-2,00	0,00
<i>dont augm./dimin.) des dettes fournisseurs</i>	M€	3,83	4,89	-2,00	0,00
<i>dont augm./dimin.) autres dettes</i>	M€	5,98	4,16	0,00	4,00
Dividendes reçus des mises en équivalence	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	1,57	0,00	0,00	0,00
Eléments exceptionnels	M€				
Autres cash flows d'exploitation	M€	4,70	0,00	0,00	0,00
Cash flows d'exploitation total	M€	41,8	38,7	26,8	39,3
Investissements matériels	M€	-18,6 ⁽³⁾	-20,0 ⁽³⁾	-20,0 ⁽³⁾	-20,0 ⁽³⁾
<i>Investissements / dotations aux amortissements</i>	%	80,0	78,4	71,4	66,7
Acquisitions de titres	M€	-2,85	-15,0 ⁽⁴⁾	-20,0 ⁽⁴⁾	-25,0 ⁽⁴⁾
Autres flux d'investissement	M€	0,28	0,00	0,00	0,00
Flux d'investissement net	M€	-21,1	-35,0	-40,0	-45,0
Charges financières nettes	M€	2,94	1,20	1,20	1,30
<i>dont compasante cash</i>	M€	1,99	1,24	1,24	1,34
Dividendes (maison mère)	M€	-3,10	-3,11	-3,11	-3,11
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>dont (achat)/vente d'actions d'autocontrôle</i>	M€				
(Aug.)réduction de la dette nette	M€	-5,78	-21,1	-22,0	-20,0
Autres flux financiers	M€	-1,05 ⁽⁵⁾	-1,00 ⁽⁵⁾	-1,00 ⁽⁵⁾	-1,00 ⁽⁵⁾
Flux financiers totaux	M€	-7,94	-23,9	-24,9	-22,8
Variations de périmètre	M€	0,00			
Variation de la trésorerie	M€	12,8	-20,2	-38,1	-28,5
Variation de la dette nette	M€	18,5	0,84	-16,1	-8,47
Cash flow disponible (avant div)	M€	26,2	19,9	8,00	20,6
Cash flow opérationnel	M€	41,8	38,7	26,8	39,3
Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)	%	37,7	36,4	33,3	30,8

3. Le changement de régime IFR16 conduit à une forte progression de l'Ebitda. En effet, l'essentiel des investissements (magasins) est assuré en leasing ignoré en pré-IFRS16. Pour assurer la cohérence des valorisations par DCF, les charges de leasing hors partie financière sont ré-inscrites en capex. La composante financière est inscrite en 'Autre flux financiers'

4. Hypothèse d'investissements annuels dans des actifs risqués.

5. Composante financière des charges de leasing.

Bilan		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Survaleurs	M€	15,2 ⁽⁶⁾	15,2	15,0	15,0
Autres immobilisations incorporelles	M€	3,69	5,00	5,00	5,00
Total actif incorporel	M€	18,9	20,2	20,0	20,0
Immobilisations corporelles	M€	49,2	55,0	60,0	65,0
Droits de tirage	M€	84,6	85,0	85,0	85,0
Immobilisations financières (invest. LT dans des sociétés)	M€	1,66	10,0 ⁽⁷⁾	25,0 ⁽⁷⁾	40,0 ⁽⁷⁾
Autres immo. financières (optique de placement)	M€	6,32 ⁽⁸⁾	0,00 ⁽⁸⁾	0,00	0,00
BFR	M€	25,8	19,1	23,0	19,0
<i>dont clients (+)</i>	M€	1,03	1,05	1,00	1,00
<i>dont stocks (+)</i>	M€	60,7	63,0	65,0	65,0
<i>dont fournisseurs (+)</i>	M€	30,1	35,0	33,0	33,0
<i>dont engagements courants (+)</i>	M€	5,84	10,0	10,0	14,0
Autres actifs courants	M€	14,5	15,0	10,0	10,0
<i>dont actifs d'impôts</i>	M€	2,67			
Actif total (net des engagements CT)	M€	201	204	223	239
Capitaux propres part du groupe	M€	318	322	324	332
Intérêts minoritaires	M€	0,03	0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	M€	1,00	2,06	2,08	2,10
Autres provisions pour risques et charges	M€	2,28	2,00	2,00	2,00
Charges d'IS	M€	3,57	3,00	3,00	3,00
Autres charges	M€				
Endettement net / (trésorerie)	M€	-124	-124	-108	-99,8
Passifs totaux	M€	201	204	223	239
Endettement net moyen / (trésorerie)	M€	-155	-124	-116	-104

6. Révisions en baisse de €19m des goodwill sur les actifs de distribution au Benelux

7. Hypothèses (arbitraires) sur le redéploiement des excédents de trésorerie

8. Actifs financiers

Valeur d'entreprise		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
VE/EBITDA(R)	x	6,49	4,29	4,80	3,43
VE/EBIT	x	-25,1	30,5	ns	36,7
VE/CA	x	0,69	0,49	0,52	0,41
EV/Capital investi	x	0,85	0,72	0,69	0,53
Capitalisation boursière	M€	278	277	287	267
+ Provisions (incluant les retraites)	M€	3,28	4,06	4,08	4,10
+ Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	-208	-209	-193	-185
+ Droits d'utilisation (depuis 2019) / Dette implicite aux immo. en ...	M€	85,0	85,0	85,0	85,0
- Immobilisations financières (juste valeur) et autres	M€	5,00	20,0	35,0	50,0
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€				
= Valeur d'entreprise	M€	153	137	148	121

Données par action

		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	-0,46	0,92	0,31	0,74
<i>Croissance des BPA</i>	%	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	-65,8	136
BPA publié	€	-3,47	0,11	-0,01	0,42
Dividende net par action	€	0,50	0,50	0,50	0,50
Cash flow libre par action	€	4,22	3,21	1,29	3,32
Cash flow opérationnel par action	€	6,74	6,24	4,32	6,33
Actif net comptable par action	€	51,2	51,8	52,2	53,4
Nombre d'actions ordinaires	Mio	6,22	6,22	6,22	6,22
Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année)	Mio	6,22	6,22	6,22	6,22
Nombre d'actions pour Capi.	Mio	0,00	0,00	0,00	0,00
Autocontrôle (fin d'année)	Mio	0,01	0,01	0,01	0,01
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)	Mio	6,21	6,21	6,21	6,21
Nombre d'actions ordinaires moyen	Mio	6,21	6,21	6,21	6,21
Conversion d'instruments de dette en actions	Mio				
Règlement de stock-options exerçables	Mio				
Règlement probable de stock-options non exerçables	Mio				
Autres engagements d'émettre des titres	Mio				
Dilution (moyenne)	Mio	0,00	0,00	0,00	0,00
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	6,21	6,21	6,21	6,21
Survaleur par action	€	3,01	0,81	0,32	0,32
BNA après amort. des survaleurs (dilué)	€	-3,47	0,11	-0,01	0,42
BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)	€	-3,47	0,11	-0,01	0,42
Paiement effectif	€				
Taux de distribution	%	-14,4	443	-6 207	119
Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)	%	-110	54,6	160	

Financement et liquidité		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
EBITDA	M€	23,6	32,0	30,8	35,3
Cash flow des opérations	M€	31,9	33,2	32,0	36,6
Fonds propres	M€	318	322	324	332
Dette brute	M€	123	102	80,0	60,0
dont échéance moins d'un an	M€	21,1	22,0	20,0	20,0
dont échéance entre 1 et 5 ans	M€	20,1	20,0	20,0	20,0
dont échéance à plus de 5 ans	M€	81,9	60,0	40,0	20,0
+ Trésorerie brute	M€	247	226	188	160
= Dette nette / (trésorerie)	M€	-124	-124	-108	-99,8
Emprunts bancaires	M€	38,0	35,0	35,0	35,0
Leasing	M€	85,0	58,0	40,0	20,0
Autres financements	M€	0,05	9,00	5,00	5,00
Ratio d'endettement	%	-48,7	-38,5	-35,9	-31,4
Fonds propres/Actif total (%)	%	158	157	145	139
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	-1,63	-1,23	-0,76	-0,42
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	5,35	3,31	2,73	1,82
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds propres)</i>	%	28,4	24,8	20,6	16,2
<i>Ebit cover</i>	x	2,08	-3,64	-0,60	-2,45
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	25,2	31,3	38,1	57,2
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	-25,8	-26,7	-29,5	-36,7
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	20,7	18,8	9,51	32,1
<i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	12,9	11,2	9,81	9,02
<i>FCF/Dette CT</i>	x	1,20	0,91	0,40	1,03

Analyse du ROE par la méthode de Dupont		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)	x	1,02	0,41	-0,05	0,72
Marge opérationnelle (EBIT/CA)	%	-10,8	0,18	-0,09	0,77
Rotation des actifs(CA/actifs moyens)	%	123	137	133	129
Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens)	x	0,55	0,63	0,66	0,70
Rendement des fonds propres (ROE)	%	-6,51	0,22	-0,02	0,79
ROA	%	-25,7	0,53	-0,24	2,21

Réconciliation des capitaux propres		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Fonds propres année N-1	M€	340	318	322	324
+ Profits nets de l'année	M€	-21,5	0,70	-0,05	2,60
- Dividendes (maison mère)	M€	-3,10	-3,11	-3,11	-3,11
+ Augmentation de capital	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>dont diminution (augmentation) de l'autocontrôle</i>	<i>M€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
- Gains (pertes) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Autres éléments de résultat ("comprehensive")	M€	2,00	6,08	5,83	8,02
= Fonds propres fin d'année	M€	318	322	324	332

Personnel		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Chiffre d'affaires par employé	k€	144	176	174	178
Coûts de personnel unitaire	k€	-22,5	-23,0	-23,5	-24,0
<i>Variation des coûts de personnel</i>	%	0,59	4,68	5,84	3,85
<i>Variation des coût de personnel unitaire</i>	%	1,24	2,50	1,97	1,98
<i>Coûts de pers./(Ebitda+Coûts de pers.)</i>	%	59,6	53,2	55,6	53,1

Nombre d'employés moyen	utp	1 547	1 580	1 640	1 670
Europe	utp	1 547	1 613	1 674	1 679
Amérique du Nord	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Amérique du Sud	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Asie	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres pays clés	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Coûts totaux de personnel	M€	-34,8	-36,4	-38,5	-40,0
Salaires	M€	-34,8	-36,2	-38,4	-39,9
<i>dont contributions sociales</i>	M€				
Paieement en titres	M€				
Coûts relatfs aux retraites	M€		-0,18	-0,18	-0,18

Chiffre d'affaires par division		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Chiffre d'affaires	M€	223	278	285	298
<i>O/w organic growth (%)</i>	%	-1,48	1,20	1,75	1,75
Magasins français	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Magasins benelux	M€	220	251	225	230
Magasins espagnols	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Mavic	M€		25,0	55,0	60,0
PPH	M€		0,00	3,00	5,00
Other	M€	3,40 ⁽¹⁾	2,00 ⁽¹⁾	2,00 ⁽¹⁾	3,00

1. Revenus de loyers principalement sur magasins de bricolage

Résultat par division		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Underlying operat. profit Analysis					
Magasins français	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Magasins benelux	M€	2,00	15,0	5,00	6,00
Magasins espagnols	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Mavic	M€		-5,00	0,00	3,00
PPH	M€		0,00	1,00	1,50
Other/cancellations	M€	-8,10	-5,00	-5,00	-5,00
Total	M€	-6,10	5,00	1,00	5,50
Underlying operat. profit margin	%	-2,74	1,80	0,35	1,85

Géographie du chiffre d'affaires		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
France	%	1,00	1,00		
Belgique	%	48,3	47,0		
Pays-bas	%	51,0	52,0		
Espagne	%	0,00	0,00		
Other	%	0,00	0,00		

ROCE		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Rendement des capitaux investis	%	-2,21	1,68	0,26	1,02
CFROIC	%	14,5	10,5	3,76	9,00
Survaleur	M€	15,2	15,2	15,0	15,0
Dépréciation cumulée des survaleurs	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	M€	3,69	5,00	5,00	5,00
Dépréciation cumulée des immo. incorporelles	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Couvertures à LT	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
R&D mmobilisée	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Droits d'utilisation / Valeur actuelle des engagements de leasing	M€	85,0	85,0	85,0	85,0
Autres actifs immobilisés	M€	49,2	55,0	60,0	65,0
Amortissements cumulés	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
BFR	M€	25,8	19,1	23,0	19,0
Autres actifs	M€	1,66	10,0	25,0	40,0
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Capitaux employés après amortissement (Capitaux investis)	M€	181	189	213	229
Capitaux employés avant amortissement	M€	181	189	213	229

Capitaux employés par division		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Magasins français	M€				
Magasins benelux	M€				
Magasins espagnols	M€				
Mavic	M€				
PPH	M€				
Other	M€	181	189	213	229
Total capital employed	M€	181	189	213	229

Pension Risks

Synthèse des risques liés aux engagements de retraites

		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Ratio des engagements retraite	%	0,44	0,64	0,64	0,63
Fonds propres part groupe	M€	318	322	324	332
Valeur actualisée des engagements	M€	1,39	2,06	2,08	2,10
<i>dont engagements financés</i>	<i>M€</i>	<i>1,39</i>	<i>2,06</i>	<i>2,08</i>	<i>2,10</i>
<i>dont engagements non financés</i>	<i>M€</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<i>dont autres engagements (santé)</i>	<i>M€</i>		<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Ecarts actuariels non comptabilisés au bilan	M€	0,00	0,00	0,00	0,00

<i>Taux d'actualisation Groupe</i>	%	<i>0,80</i>	<i>1,50</i>	<i>1,50</i>	<i>1,50</i>
Taux d'actualisation normalisé recalculé	%		1,50		
<i>Taux de croissance futur des salaires Groupe</i>	%	<i>1,50</i>	<i>1,50</i>	<i>1,50</i>	<i>1,50</i>
Taux de croissance normalisé des salaires recalculé	%		2,00		
<i>Taux de rentabilité attendu des actifs Groupe</i>	%	<i>1,50</i>	<i>1,50</i>	<i>1,50</i>	<i>1,50</i>
Taux de rentabilité attendu des actifs recalculé	%		0,00		
Financées: impact du changement des hypothèses actuarielles	M€		0,32		
Non financées: impact du changement des hypothèses actuarielles	M€		0,00		

Répartition géo. des engagements de retraites

		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Exposition US	%				
Exposition GB	%				
Exposition Euro	%	100	100	100	100
Exposition Pays Nordiques	%				
Exposition Suisse	%				
Autre exposition	%				
Total	%	100	100	100	100

Impacts sur le bilan

		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Couverture des obligations financées (déficit)	M€	-2,39	-2,94	-2,97	-3,00
Couverture des obligations non financées (déficit)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Total comptabilisé	M€	-2,39	-2,94	-2,97	-3,00
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions (au bilan) sur obligations financées	M€	1,39	2,06	2,08	2,10
Provisions (au bilan) sur obligations non financées	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres provisions de retraite (santé)	M€		0,00	0,00	0,00
Total des provisions de retraite comptabilisées au bilan	M€	1,39	2,06	2,08	2,10

Impacts sur le compte de résultat

		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Charges relatives aux engagements financés	M€	-0,24	-0,21	-0,22	-0,22
Charges relatives aux engagements non financés	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Total des charges relatives aux engagements	M€	-0,24	-0,21	-0,22	-0,22
<i>dont celles incluses dans les frais généraux</i>	<i>M€</i>	<i>-0,18</i>	<i>-0,18</i>	<i>-0,18</i>	<i>-0,18</i>
<i>dont celles incluses dans les frais financiers</i>	<i>M€</i>	<i>-0,06</i>	<i>-0,04</i>	<i>-0,04</i>	<i>-0,04</i>

Engagements financés

		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Engagements de retraite début de période	M€	3,11	3,11	3,52	3,60
Coût des services rendus	M€	0,18	0,18	0,18	0,18
Coût des intérêts	M€	0,04	0,05	0,05	0,05
Contributions des employés	M€				
Impact du changement des hypothèses actuarielles	M€	-0,08	0,32	0,00	0,00
<i>dont impact du changement du taux d'actualisation</i>	<i>M€</i>		<i>0,00</i>		
<i>dont impact du changement du taux de croissance des salaires</i>	<i>M€</i>		<i>0,32</i>		
Changements du périmètre de consolidation	M€				
Effets de change	M€				
Prestation versées aux bénéficiaires	M€	-0,14	-0,14	-0,14	-0,14
Autres	M€				
Engagements de retraite fin de période	M€	3,11	3,52	3,60	3,69

Valeur des actifs de fi. des engagements de retraites

		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Actifs début de période	M€	1,00	0,72	0,58	0,63
Produits attendus sur les actifs des régimes de retraite	M€	-0,02	0,01	0,01	0,01
Gains / (pertes) actuariels	M€	-0,12	-0,01	-0,01	-0,01
Cotisations du Groupe	M€	0,00	0,00	0,20	0,20
Contributions des employés	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Changements du périmètre de consolidation	M€				
Effets de change	M€				
Prestation versées aux bénéficiaires	M€	-0,14	-0,14	-0,14	-0,14
Autres	M€				
Actifs fin de période	M€	0,72	0,58	0,63	0,69
Taux de rentabilité attendu des actifs (réalisé et estimé)	M€	-0,14	0,00	0,00	0,00

Valeur actuelle des engagements de retraites non financés

		12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
Engagements de retraite début de période	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Coût des services rendus	M€		0,00	0,00	0,00
Coût des intérêts	M€		0,00	0,00	0,00
Contributions des employés	M€				
Impact du changement des hypothèses actuarielles	M€		0,00	0,00	0,00
<i>dont impact du changement du taux d'actualisation</i>	<i>M€</i>		<i>0,00</i>		
<i>dont impact du changement du taux de croissance des salaires</i>	<i>M€</i>		<i>0,00</i>		
Changements du périmètre de consolidation	M€				
Effets de change	M€				
Prestation versées aux bénéficiaires	M€				
Autres	M€				
Engagements de retraite fin de période	M€	0,00	0,00	0,00	0,00

Opinion fondamentale

S'il est implicite que les recommandations formulées par AlphaValue sont de bonne foi, elles ne devraient jamais constituer l'unique fondement d'une décision d'investissement.

Les recommandations sont construites dans une approche de "père de famille".

Les valorisations sont calculées du point de vue d'un **actionnaire minoritaire**, à moyen terme (6 mois).

Les outils de valorisation sont présentés de façon **transparente**, toutes les valeurs sous-jacentes sont accessibles, et **cohérente**, la méthodologie est la même quelque soit le titre, en tenant compte cependant des différences de nature entre valeurs financières et non financières. Une action avec un objectif de cours en-dessous de son cours actuel ne sera jamais associée à un Accumuler ou un Achat.

Les recommandations se basent sur des objectifs de cours sans prendre en compte le rendement du dividende. Les seuils pour les quatre niveaux de recommandations peuvent changer de temps à autres selon les conditions de marché. Les seuils sont définis comme indiqué ci-dessous, SI L'ON SUPPOSE que les taux longs sans risque demeurent entre 2 et 5%.

Recommandation	Volatilité Faible 10 < VIX index < 30	Volatilité Normale 15 < VIX index < 35	Volatilité Elevée 35 < VIX index
Achat ●	Plus de 15 % de potentiel	Plus de 20 % de potentiel	Plus de 30 % de potentiel
Accumuler ●	De 5 % à 15 %	De 5 % à 20 %	De 10 % à 30 %
Alléger ●	De -10 % à 5 %	De -10 % à 5 %	De -10 % à 10 %
Vente ●	Moins de -10 %	Moins de -10 %	Moins de -10 %

L'absence de recommandation « neutre » est délibérée. Investir dans les actions est sans intérêt si le retour attendu n'est pas au moins au niveau des taux sans risque (avant prise en compte du dividende).

Bien que les recommandations soient déterminées par les objectifs de cours, la direction d'AlphaValue entend maintenir une cohérence globale sur son univers de couverture et est susceptible, de temps à autre, de changer certains paramètres globaux, ce qui pourrait affecter le niveau de définitions des recommandations et/ou la distribution des recommandations dans les quatre champs ci-dessus. Par exemple, baisser la prime de risque dans un contexte de prudence excessive pourrait augmenter la proportion de recommandations positives.

Valorisation

Les méthodes de valorisation ont été élaborées dans un souci de cohérence et de transparence.

Les sociétés sont réparties en 3 catégories selon leur activité principale: Banques, Assurances et Non Financières.

L'appartenance à une de ces 3 catégories détermine la méthode de construction du cours objectif.

Le cours objectif résulte d'une pondération de plusieurs critères de valorisation, qui peuvent être changés en cas de besoin. Toutes les sociétés d'une même catégorie sont valorisées de la même manière et donc de façon cohérente entre elles.

Au sein de l'univers des sociétés Non Financières, 4 sous-catégories permettent de prendre en compte les spécificités inhérentes au secteur d'activité: 1) "Industrielles standard"; 2) "Holdings" pour lesquelles la mesure de l'actif net réévalué est prépondérant; 3) "Valeurs de croissance" pour lesquelles l'accent est mis sur la valorisation par analogies avec des valeurs comparables; 4) "Sociétés en perte" pour lesquelles justement la valorisation par les comparables ne fonctionne pas. La valorisation est alors assise principalement sur la méthode du DCF (Discounted Cash Flow ou actualisation des flux de trésorerie futurs) et la mesure de l'Actif net réévalué. Ces deux dernières méthodes reviennent à « redonner du long terme » à la société sous revue.

Méthode de valorisation	Industrielles standard	Valeurs de croissance	Holding company	Sociétés en pertes	Banques	Assurances
DCF	35%	35%	10%	40%	0%	0%
Actif net réévalué	20%	20%	55%	40%	25%	15%
PER	10%	10%	10%	5%	10%	20%
VE/EBITDA	20%	20%	0%	5%	0%	0%
Rendement	10%	10%	20%	5%	15%	15%
Actif net comptable	5%	5%	5%	5%	15%	10%
Valeur intrinsèque (banques)	0%	0%	0%	0%	25%	0%
Embedded Value	0%	0%	0%	0%	0%	40%
Capi./Résultat d'exploitation brut	0%	0%	0%	0%	10%	0%