

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

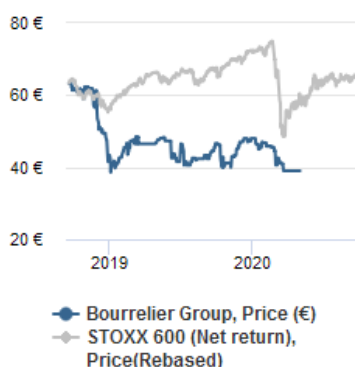
## Actif à redéployer

Opinion	<b>Alléger</b>
Potentiel de hausse (%)	0,55
Cours (€)	39
Objectif de cours (€)	39,2
Bloomberg Code	ALBOU FP
Capitalisation boursière (M€)	243
Enterprise Value (M€)	136
Momentum	DÉFAVORABLE
Gouvernance	3,8/10
Credit Risk	BBB

### Research Analysts

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

[otherfinancials@alphavalue.eu](mailto: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	12/17A	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
<b>PER ajusté (x)</b>	<b>66,7</b>	<b>59,0</b>	ns	ns	ns
Rendement net (%)	3,53	0,83	1,11	1,28	1,28
VE/EBITDA(R) (x)	73,2	26,0	7,31	5,67	5,31
<b>BPA ajusté (€)</b>	<b>0,85</b>	<b>1,02</b>	<b>0,42</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,06</b>
Croissance des BPA (%)	n/a	20,5	-58,7	n/a	n/a
Dividende net (€)	2,00	0,50	0,50	0,50	0,50
Chiffre d'affaires (M€)	221	226	225	229	232
Marge opérationnelle courant (%)	-1,50	-1,99	0,44	0,44	0,86
Résultat net pdg (M€)	-48,8	83,4	2,62	-0,39	0,36
<b>ROE (après impôts) (%)</b>	<b>-16,0</b>	<b>27,2</b>	<b>0,77</b>	<b>-0,11</b>	<b>0,10</b>
Taux d'endettement (%)	-3,61	-50,0	-43,6	-27,2	-19,3

### 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

Detailed financials at the end of this report

### Key Ratios

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
PER ajusté	x	59,0	ns	ns	ns
VE/EBITDA	x	26,0	7,31	5,67	5,31
P/ANC	x	1,09	0,82	0,71	0,70
Rendement du dividende	%	0,83	1,11	1,28	1,28
Rendement du cash flow libre	%	-1,66	2,23	2,81	2,79
Rendement des fonds propres (ROE)	%	27,2	0,77	-0,11	0,10
Rendement des capitaux investis	%	0,01	0,70	0,49	0,63
Dette nette/EBITDA	x	-27,1	-4,44	-3,35	-2,16

### Compte d'exploitation consolidé

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Chiffre d'affaires	M€	226	225	229	232
EBITDA	M€	7,00	24,0	24,0	25,0
Résultat opérationnel courant	M€	-0,26	2,00	1,61	2,36
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	5,49	3,00	2,61	3,36
Résultat financier net	M€	-5,50	-2,00	0,00	0,00
Profits avant impôts et exceptionnels	M€	-0,01	1,00	2,61	3,36
Impôts sur les sociétés	M€	-11,7	-1,50	-2,00	-2,00
Résultat net pdg	M€	83,4	2,62	-0,39	0,36
Résultat net ajusté, pdg	M€	6,35	2,62	-0,39	0,36

### Tableau de financement

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Cash flows d'exploitation total	M€	1,22	22,2	21,8	21,7
Investissements matériels	M€	-1,94	-13,9	-15,0	-15,0
Flux d'investissement net	M€	1,15	-13,9	-45,0	-45,0
Dividendes (maison mère)	M€	-12,4	-3,11	-3,11	-3,11
Augmentation de capital	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	-97,6	-5,08	-3,07	-3,06
Variation de la dette nette	M€	304	-83,4	-26,3	-26,3
Cash flow disponible (avant div)	M€	-6,22	6,22	6,80	6,74

### Bilan

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Survaleurs	M€	34,5	34,5	34,5	35,0
Total actif incorporel	M€	38,9	131	131	131
Immobilisations corporelles	M€	59,1	56,0	56,0	56,0
BFR	M€	23,7	18,0	18,2	19,5
Actif total (net des engagements CT)	M€	158	240	270	302
Capitaux propres part du groupe	M€	343	340	343	348
Provisions pour retraite	M€	1,00	1,10	2,44	2,76
Endettement net / (trésorerie)	M€	-190	-107	-80,3	-54,0
Passifs totaux	M€	157	240	270	302

### Données par action

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)	€	1,02	0,42	-0,06	0,06
Dividende net par action	€	0,50	0,50	0,50	0,50
Cash flow libre par action	€	-1,00	1,00	1,10	1,09
Actif net comptable par action	€	55,3	54,8	55,3	56,1
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	6,21	6,21	6,21	6,21

## Table des matières

Activités et tendances.....	4
Mécanismes de profit.....	8
Valorisation.....	10
DCF.....	11
Actif net .....	12
Dette.....	13
A Savoir.....	14
Gouvernance & Mgt.....	15
Social.....	16
Staff & Pension matters.....	17
Mises à jour.....	18
Objectif de cours & Opinion.....	19
Graphiques.....	20
Comptes.....	23
Méthodologie.....	31

## Activités et tendances

Début 2018 Bourrelier Group est une société neuve. 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.

A mi 2018, Bourrelier Group doit s'entendre 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.

Depuis l'annonce de la cession du cœur de l'activité au S2 2017, Bourrelier Group a été abordé comme une société holding dont la valorisation est dominée par un actif net réévalué (cf section valorisation)

### Actifs de distribution de bricolage au 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 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 ce jour les 75 magasins de Bourrelier Group sous enseigne des franchises Intergamma représentent 17% du total de l'activité de ce groupement.

En Belgique (41 magasins sur les 86, sous enseigne Gamma uniquement), Bourrelier Group réalise 45% des ventes d'Intergamma qui détient 14,4% du marché, soit une part de marché de 6.5% environ. En Belgique, le CA au m<sup>2</sup> reste élevé malgré une compétition de plus en plus dure. Le principal concurrent de Bourrelier/Gamma en Belgique est le groupe Maxeda (CA de €1.36bn, 389 magasins au Bénélux) que ses actionnaires, fonds de private equity, ne sont pas parvenus à céder.

Aux Pays-Bas, Bourrelier Group (34 magasins moins un préempté en Juin 2018) ne représente que 10% des ventes d'Intergamma qui détient 41% du marché (avec 166 enseignes Gamma et 137 Karwei), ce qui correspond à une part de marché d'environ 4%.

Le chiffre d'affaires de la zone Benelux progresse modestement sauf en Hollande. 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 2017 le chiffres d'affaires Bénélux de 221m€ donnait lieu à un résultat net de 0.4m€.

CA consolidé en m€	2016	2017	Variation
Belgique	104,4	105,6	+1.1%
Pays-Bas	108,9	115,4	+5,6%
Total	213,3	221,1	+3,7%

Bourrelier Group reste pénalisé par des engagements de loyers vis-à-vis d'Intergamma et souhaitait tirer avantage du retrait du cimentier irlandais CRH du groupement Intergamma pour rééquilibrer le rapport de force.

En effet CRH via la cession de sa filiale Van Neerbos Group a mis en vente au S2 2017 ses 156 magasins sous enseignes Intergamma et les 49% détenus dans le groupement Intergamma. La consolidation de quelque 230 magasins (156 + 75 de Bourrelier Group) auraient permis d'imposer une nouvelle relation avec Intergamma si ce dernier ne s'était porté lui-même acquéreur des magasins ex CRH et des parts Intergamma. Ce faisant Intergamma crée une situation nouvelle à plusieurs titres :

- Changement de modèle économique puisque le modèle de franchise autour d'une marque 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 partenaire 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 Bourrelier Group + 28 émanant de plus petits acteurs)

En mai puis juillet 2018, Bourrelier 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. Par ailleurs Bourrelier Group a inventorié des retards de remboursement par Intergamma de remises reçues des fournisseurs pour un total évalué à €40m pour la part revenant à Bourrelier Group

#### **Activité Intergamma**

En tant que groupement et peut être à cause de la transaction CRH, Intergamma est peu disert sur son niveau d'activité en 2017 puis au 1er semestre 2018. Cependant Bourrelier Group signale une progression de l'activité Benelux sur H1 - 2018 à +1.4% en dépit d'un difficile 1er trimestre

#### **Actifs immobiliers**

La cession d'actifs de distribution en France a été en partie rémunérée par un paiement en nature sous formes de murs d'exploitation de commerce de bricolage. L'actif immobilier ainsi transféré a une valeur de 35m€. Les loyers assurent des rendements satisfaisants.

### Actifs financiers de Bourrelier Group

A Juillet 2018, Bourrelier Group n'avait pas redéployé une trésorerie nette de €150m environ et une trésorerie brute de l'ordre de €200m au bilan d'ouverture de la nouvelle structure. Les liquidités étaient à cette date investies en produits monétaires.

### Stratégie d'investissement

Bourrelier Group a fait connaitre ses principes d'investissements :

- investir dans des entreprises françaises ou européennes avec un EBITDA très positif.
- 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 se dessine comme un family office qui aura donc à cœur de diversifier son patrimoine. Ces choix seront à faire conjointement avec la nouvelle génération et pourraient 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 les supports d'investissements sont infinis et du seul ressort des propriétaires majoritaires au final.

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 risqués.

### Chiffre d'affaires par division

Secteur	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E	Chgt 19E/18		Chgt 20E/19E	
					M€	% du total	M€	% du total
<b>Total sales</b>	<b>226</b>	<b>225</b>	<b>229</b>	<b>232</b>	<b>-1</b>	<b>100 %</b>	<b>4</b>	<b>100 %</b>
<i>O/w organic growth (%)</i>	<i>0,90</i>	<i>1,20</i>	<i>1,20</i>	<i>1,75</i>	<i>0</i>	<i>-30 %</i>	<i>0</i>	<i>0 %</i>
<b>Magasins français</b> Building Prod. Distribution	0,00	2,00	2,00	0,00	2	-200 %	0	0 %
<b>Magasins benelux</b> Building Prod. Distribution	223	223	227	232	0	0 %	4	100 %
<b>Magasins espagnols</b> Building Prod. Distribution	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	0 %
Other	3,40	0,00 <sup>(1)</sup>	0,00 <sup>(1)</sup>	0,00 <sup>(1)</sup>	-3	340 %	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	98,6 %
France	1,4 %

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

Sur le second métier, le business model se précisera quand les propriétaires feront connaître leurs premiers investissements.

Pour le premier, 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 aux conditions fournisseurs ; levier commercial associé à l'usage d'une franchise contre des 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

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.

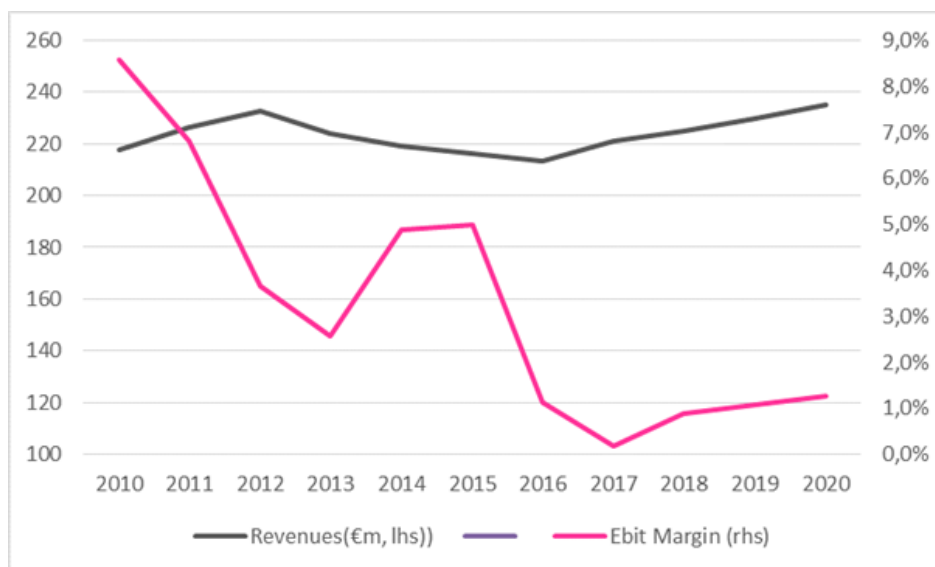
La rentabilité d'exploitation du Benelux s'établissait à environ 1.1% en 2016 et 0% en 2017 sans distinction entre Belgique et Hollande. La progression du chiffre d'affaires s'est accompagnée d'une dégradation de 65bp de la marge brute sur achats ce qui laisse entrevoir des conditions d'exploitation peu favorables. Les charges externes se sont aussi alourdies achevant de dégrader une exploitation dont les frais de personnels étaient pourtant sous contrôle.

Les modestes performances en 2016 et 2017 ont conduit le groupe à ramener la valeur de l'actif Benelux à 38m€ après une provision de 48m€ pour dépréciation de valeur. Les fonds propres associés au Benelux sont ainsi ramenés à 19m€. La valorisation d'entreprise du Benelux au bilan de Bourrelier Group correspond ainsi à 54% du chiffre d'affaires 2017 là où les grandes sociétés cotées se traitent plutôt sur des ratios de 75% ou au-dessus.

A ce niveau de valorisation Bourrelier Group se laisse probablement une bonne marge de manœuvre pour négocier avec Intergamma voire décider de céder ses actifs Benelux.

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





Note importante sur les comptes prévisionnels 2018 : les incidences des cessions France et Espagne (plus-values, corrections fiscales, corrections de valeur) seront traitées en éléments exceptionnels lorsque que le groupe en publiera les principales composantes. Les chiffres retenus par AlphaValue s'assimilent à l'exploitation courante y compris les produits financiers associés à la trésorerie excédentaire.

#### Underlying operat. profit par division

	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E	Chgt 19E/18		Chgt 20E/19E	
					M€	% du total	M€	% du total
<b>Total</b>	<b>-4,50</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>2,00</b>	<b>6</b>	<b>100 %</b>	<b>0</b>	<b>NA</b>
<b>Magasins français</b>	-4,01	0,00	0,00	0,00	4	73 %	0	NA
<b>Magasins benelux</b>	3,55	4,00	4,00	5,00	0	8 %	0	NA
<b>Magasins espagnols</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0	0 %	0	NA
Other/cancellations	-4,05	-3,00	-3,00	-3,00	1	19 %	0	NA

#### Marge d'Underlying operat. profit par division

	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
<b>Total</b>	<b>-1,99 %</b>	<b>0,44 %</b>	<b>0,44 %</b>	<b>0,86 %</b>
<b>Magasins français</b>		0,00 %	0,00 %	
<b>Magasins benelux</b>	1,59 %	1,79 %	1,76 %	2,16 %
<b>Magasins espagnols</b>				

## Valorisation

La valorisation retenue pour Bourrelier 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 le cash net estimé découlant de la cession des activités France et Espagne), sur une valorisation des activités Benelux sur la foi d'un ratio VE/CA de 50% pour marquer la valeur d'une position de négociation de Bourrelier Group face à son franchiseur hollandais et enfin sur une valorisation des actifs immobiliers conservés par le groupe marginalement au-delà de leur valeur de transfert dans le bilan d'ouverture

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

L'approche de la valorisation par l'actualisation des flux est ici inadaptée et demande des corrections à deux titres : faire l'hypothèse que les marges Benelux se redresseront à partir du point bas de 2017 et ajouter la contrevaletur des investissements en actifs financiers qui ne donnent pas a priori lieu à une génération d'Ebitda mais de dividendes.

### Valorisation

Méthodes		Valeurs (€)	Potentiel	Poids
Somme des parties		48,7	25 %	55 %
Rendement	<i>Comparables</i>	20,0	-49 %	20 %
DCF		42,6	9 %	10 %
P/E	<i>Comparables</i>	19,5	-50 %	10 %
Cours/Actif net comptable	<i>Comparables</i>	44,2	13 %	5 %
<b>Objectif de cours</b>		<b>39,2</b>	<b>1 %</b>	

### Valorisation basée sur les comparables

Calculé sur 18 mois de prévisions	P/E (x)	Cours/Actif net comptable (x)	Rendement (%)
Ratios des pairs	17,2	0,79	2,50
Ratios Bourrelier Group	ns	0,70	1,28
Prime	0,00 %	0,00 %	0,00 %
<b>Cours objectifs (€)</b>	<b>19,5</b>	<b>44,2</b>	<b>20,0</b>
Investor	61,2	1,06	2,02
Porsche	5,68	0,44	3,60
GBL	19,1	0,64	4,27
Exor	9,48	0,72	0,87
Hal Trust	29,7	1,26	4,93
Kinnevik Investment	50,4	1,31	0,00
Corporacion Financiera Alba	11,2	0,47	2,89

### DCF par action

Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	7,94	Dette (trésorerie) nette moyenne	M€	-93,4
Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11	M€	63,8	Provisions	M€	3,46
Free cash flow de l'année 11	M€	14,7	Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00
Taux de croissance à l'infini "g"	%	2,00	Immobilisations financières (juste valeur)	M€	0,00
ESG weighted "g"	%	1,73	Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	0,00
Valeur terminale	M€	237	Valeur des fonds propres	M€	264
Valeur actuelle de la valeur terminale	M€	111	Nombre d'actions	Mio	6,21
<i>en % de la valeur totale</i>	%	63,4	DCF par action	€	42,6
Valeur totale actuelle	M€	174			

### Evaluer le coût du capital

Taux sans risque synthétique	%	3,50	Spread de crédit	bp	100
Prime de risque normative	%	5,00	Coût marginal de la dette	%	4,50
Taux d'impôt normalisé	%	30,0	<b>Bêta de la société (endettée)</b>	<b>x</b>	<b>0,61</b>
Échéance moyenne de la dette	Année	5	Ratio d'endettement à valeur de marché	%	-44,0
Bêta sectoriel	x	0,89	Dette/VE	%	-78,7
Bêta de la dette	x	0,20	<b>Taux de rentabilité exigé par les actionnaires</b>	<b>%</b>	<b>6,57</b>
Capitalisation boursière	M€	242	Coût de la dette	%	3,15
Dette nette (trésorerie) à valeur comptable	M€	-107	<b>Coût des fonds propres desendettés</b>	<b>%</b>	<b>7,94</b>
Dette nette (trésorerie) à valeur de marché (Est.)	M€	-107	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	7,94

### Calcul du DCF

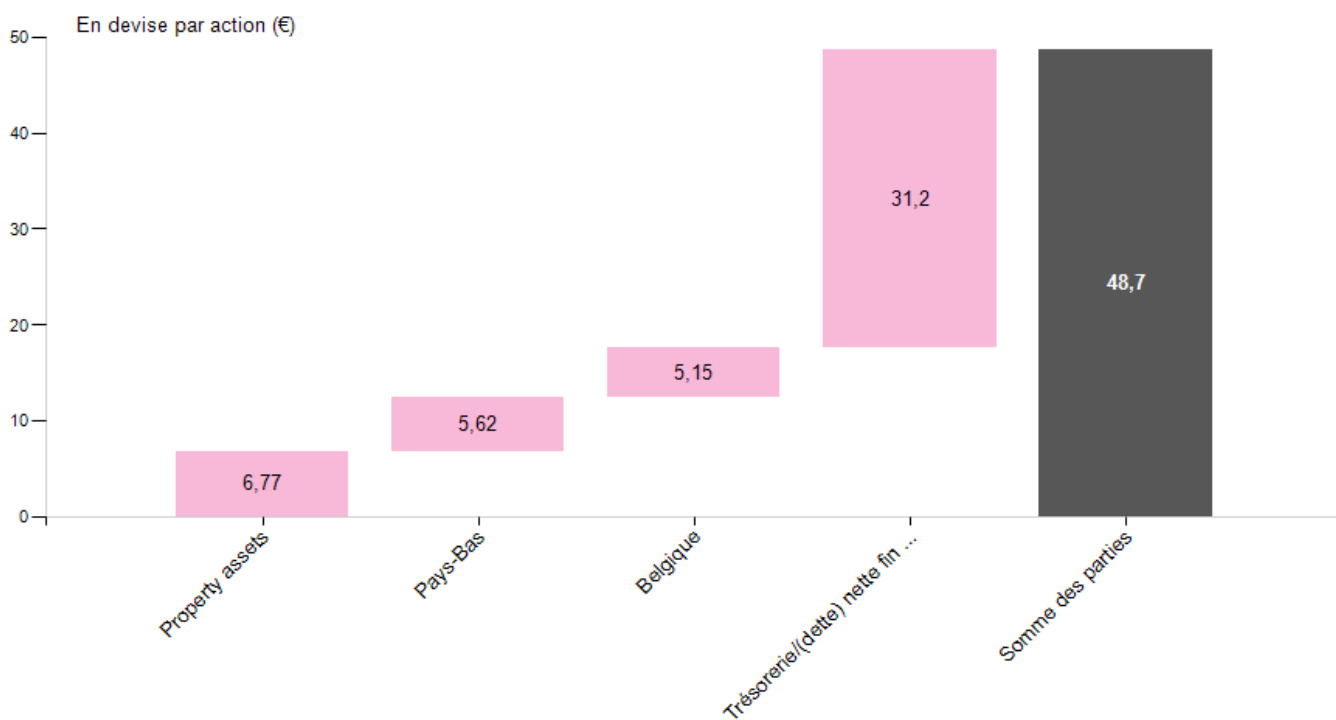
		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E	Croissance	12/22E	12/29E
Chiffres d'affaires	M€	226	225	229	232	<b>2,00 %</b>	236	271
EBITDA	M€	7,00	24,0	24,0	25,0	<b>4,00 %</b>	26,0	34,2
<i>Marge d'EBITDA</i>	%	<i>3,09</i>	<i>10,7</i>	<i>10,5</i>	<i>10,8</i>		<i>11,0</i>	<i>12,6</i>
Variation du BFR	M€	5,25	5,66	-0,20	-1,26	<b>1,00 %</b>	-1,27	-1,36
Cash flow d'exploitation total	M€	12,9	23,7	23,8	23,7		24,7	32,9
Impôts sur les sociétés	M€	-11,7	-1,50	-2,00	-2,00	<b>1,00 %</b>	-2,02	-2,17
<b>Bouclier fiscal</b>	<b>M€</b>	<b>-1,65</b>	<b>-0,60</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>1,00 %</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Investissements matériels	M€	-1,94	-13,9	-15,0	-15,0	<b>1,00 %</b>	-15,2	-16,2
<i>Investissements matériels/CA</i>	%	<i>-0,86</i>	<i>-6,20</i>	<i>-6,55</i>	<i>-6,48</i>		<i>-6,41</i>	<i>-5,99</i>
Cash flows libres avant coût du financement	M€	-2,37	7,62	6,80	6,74		7,56	14,4
Divers ajustements (incl R&D, etc.) pour les besoins...	M€							
<b>Free cash flow ajustés</b>	<b>M€</b>	<b>-2,37</b>	<b>7,62</b>	<b>6,80</b>	<b>6,74</b>		<b>7,56</b>	<b>14,4</b>
<b>Free cash flow actualisés</b>	<b>M€</b>	<b>-2,37</b>	<b>7,62</b>	<b>6,30</b>	<b>5,79</b>		<b>6,01</b>	<b>6,73</b>
Capitaux investis	€	123	207	237	268		271	291

## Somme des parties

	% détenu	Technique d'évaluation	Multiple utilisé	Participation à 100% (M€)	Valorisation participation (M€)	En devise par action (€)	% des actifs bruts
<b>Property assets</b>	100 %	Risk Adj. PV		42,0	42,0	6,77	38,6 %
<b>Pays-Bas</b>	100 %	EV/Sales	0,3	34,9	34,9	5,62	32,0 %
<b>Belgique</b>	100 %	EV/Sales	0,3	32,0	32,0	5,15	29,4 %
Autre					(1)		
<b>Actif brut</b>					<b>109</b>	<b>17,5</b>	<b>100 %</b>
Trésorerie/(dette) nette fin d'année					194 (2)	31,2	178 %
Engagements donnés							
Engagements reçus							
Somme des parties					302	48,7	278 %
<b>Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)</b>					<b>6,21</b>		
<b>Somme des parties par action (€)</b>					<b>48,7</b>		
<b>Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)</b>						<b>20,0</b>	

1. Correspondant au forfaitaire de 30m€/an à partir de 2019 des plus values perçus de la cession de l'activité Bricorama en France et en Espagne.

2. Y compris Actifs financiers à la juste valeur -contrepartie résultat aussi



## Dette

Le nouveau groupe est fort d'une position de trésorerie nette de €150m environ qui doit être redéployée suivant les règles définies dans la section « Mécanismes de profit »

Coté exploitation il est à noter que les 75 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 vis-à-vis de Bourrelier Group

Detailed financials at the end of this report

### Financement et liquidité

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
EBITDA	M€	7,00	24,0	24,0	25,0
Cash flow des opérations	M€	-5,70	14,5	22,0	23,1
<b>Fonds propres</b>	<b>M€</b>	<b>343</b>	<b>340</b>	<b>343</b>	<b>348</b>
Dette brute	M€	44,4	131	131	131
+ Trésorerie brute	M€	234	238	211	185
<b>= Dette nette / (trésorerie)</b>	<b>M€</b>	<b>-190</b>	<b>-107</b>	<b>-80,3</b>	<b>-54,0</b>
Ratio d'endettement	%	-50,0	-43,6	-27,2	-19,3
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-27,1	-4,44	-3,35	-2,16
Dette brute ajustée/EBITDA(R)	x	6,52	5,60	5,64	5,43
Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds ...	%	11,7	28,3	28,3	28,1
Ebit cover	x	-0,05	1,02	-35,7	-45,2
CF des opérations/dette brute	%	-12,5	10,8	16,3	17,0
CF des opérations/dette nette	%	3,00	-13,6	-27,4	-42,7
FCF/Dette brute ajustée	%	-13,6	4,63	5,02	4,97
(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT	x	46,2	11,6	10,4	9,13
FCF/Dette CT	x	-0,48	0,30	0,33	0,32

## 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.

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 %
<b>Flottant</b>			<b>6,24 %</b>

## 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

Company (Sector)

**3,8** (4,9)

Independent board






**Non**

Parameters	Société	Secteur	Score	Poids
Nombre de membres du CA	5	10	10/10	5,0 %
Féminisation du CA (%)	20	34	4/10	5,0 %
Score on board domestic density (%)	100	70	0/10	10,0 %
Age moyen des membres du CA	58	59	6/10	5,0 %
Type of company : Small cap, controlled			4/10	10,0 %
Independent directors rate (%)	20	41	2/10	20,0 %
Une Action, un droit de vote			✗	10,0 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif			✗	0,0 %
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 %
<b>Score de gouvernance</b>			<b>3,8/10</b>	<b>100,0 %</b>

### 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, in k€ (year)		Valeur des titres, in k€(year)
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)	

## Social

Company (Sector)

4,3<sup>(5,5)</sup>

### Quantitative metrics (67 %)

Set of staff related numerical metrics available in AlphaValue proprietary modelling aimed at ranking on social/HR matters

Parameters	Score	Poids
Staffing Trend	1/10	20 %
Average wage trend	1/10	35 %
Share of added value taken up by staff cost	9/10	25 %
Share of added value taken up by taxes	4/10	20 %
Wage dispersion trend	0/10	0 %
Pension bonus (0 or 1)	0	
<b>Quantitative score</b>	<b>3,6/10</b>	<b>100%</b>

### Qualitative metrics (33 %)

Set of listed qualitative criterias and for the analyst to tick

Parameters	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 %
<b>Qualitative score</b>	<b>5,6/10</b>	<b>100%</b>

AlphaValue analysts tick boxes on essential components of the social/HR corporate life. Decision about ticking Yes or No is very much an assessment that combines the corporate's communication on relevant issue and the analyst's better judgment from experience.

### Qualitative score

Parameters	Oui ✓ / Non ✗	Poids
<b>Accidents du travail</b>		<b>25 %</b>
Des objectifs ont-ils été fixés sur tous les sites du groupe?	✓	10,0 %
Les accidents du travail sont-ils en diminution?	✓	15,0 %
<b>Developpement des ressources humaines</b>		<b>35 %</b>
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 %
<b>Paye</b>		<b>20 %</b>
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 %
<b>Satisfaction au travail</b>		<b>10 %</b>
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 %
<b>Communication interne</b>		<b>10 %</b>
La stratégie et les objectifs du groupe sont-ils disponibles pour tous les salariés?	✓	10,0 %
<b>Qualitative score</b>	<b>5,6/10</b>	<b>100.0%</b>



## Effectifs et retraites

A l'issue de la cession des activités France et Espagne, les effectifs reviennent à 1 600 personnes pour l'essentiel employées au Benelux.

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

Detailed financials at the end of this report

<b>Synthèse des risques liés aux engagements de retraites</b>		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
<b>Ratio des engagements retraite</b>	%	<b>0,58</b>	<b>0,32</b>	<b>0,71</b>	<b>0,79</b>
Fonds propres part groupe	M€	343	340	343	348
<b>Valeur actualisée des engagements</b>	<b>M€</b>	<b>2,02</b>	<b>1,10</b>	<b>2,44</b>	<b>2,76</b>
<i>dont engagements financés</i>	M€	2,02	1,10	2,44	2,76
<i>dont engagements non financés</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>dont autres engagements (santé)</i>	M€		0,00	0,00	0,00
Ecart actuariels non comptabilisés au bilan	M€	0,00	0,00	0,00	0,00

<b>Répartition géo. des engagements de retraites</b>		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Exposition US	%				
Exposition GB	%				
Exposition Euro	%	100	100	100	100
Exposition Pays Nordiques	%				
Exposition Suisse	%				
Autre exposition	%				
Total	%	100	100	100	100

## Recent updates

**29/02/2020**

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

**25/11/2019**

### Un degré de prudence additionnel

<b>Changement d'EPS</b>	2019 : € 0,42 vs 0,53	-20,8 %
	2020 : € -0,06 vs 0,73	ns

La révision en baisse des résultats post S1-2019 reflète une plus grande prudence sur l'activité de distribution de bricolage

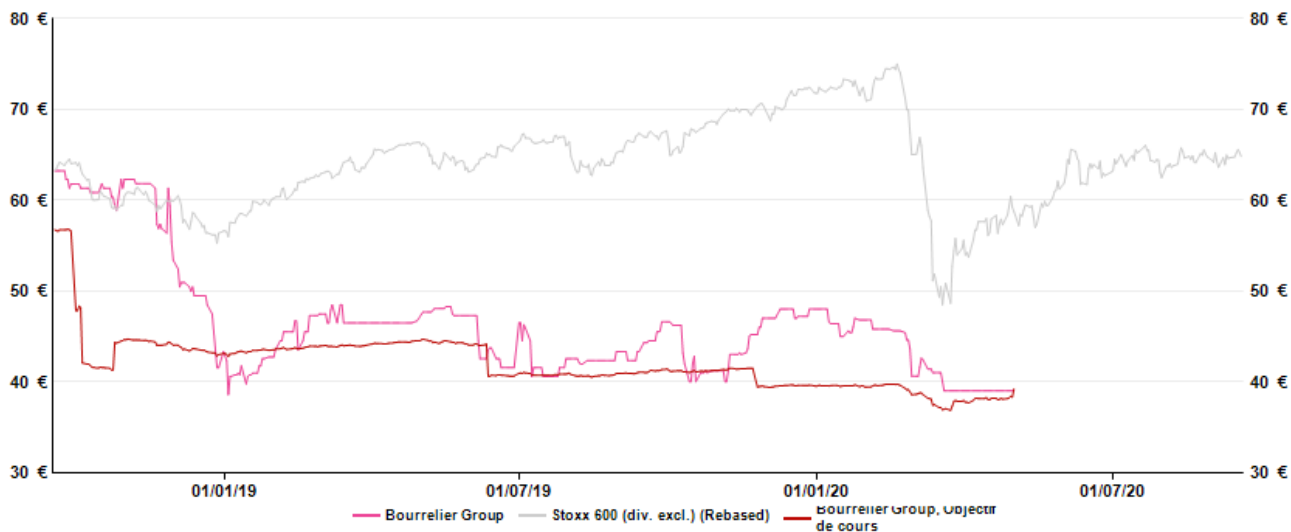
<b>Changement d'Objectif de cours</b>	€ 39,4 vs 41,5	-5,14 %
---------------------------------------	----------------	---------

A l'issue des publications semestrielles, notre objectif de cours est affecté par une plus grande prudence encore quant aux perspectives offertes par la distribution de bricolage au Benelux et partant, de leur valorisation.

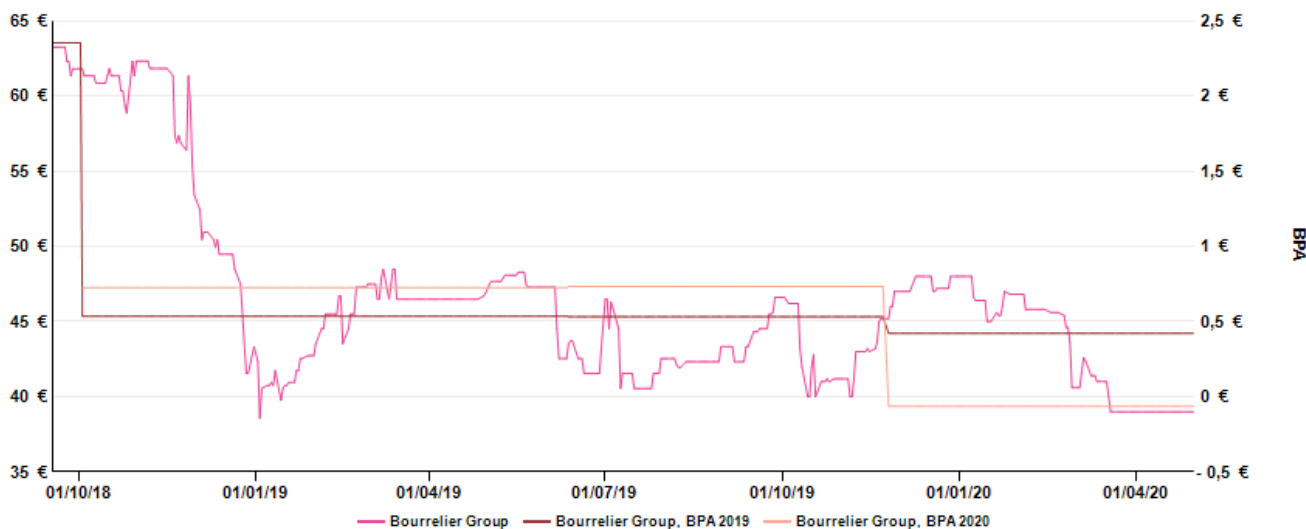
<b>Changement de NAV</b>	€ 48,7 vs 51,6	-5,48 %
--------------------------	----------------	---------

La correction à la baisse de l'actif net réévalué intègre une dégradation de la valeur associée aux actifs Benelux ramenée à un multiple de 0.3x le chiffre d'affaires. L'abondante position de trésorerie excédentaire reste inchangée car non déployée à mi 2019 sur des actifs de diversification.

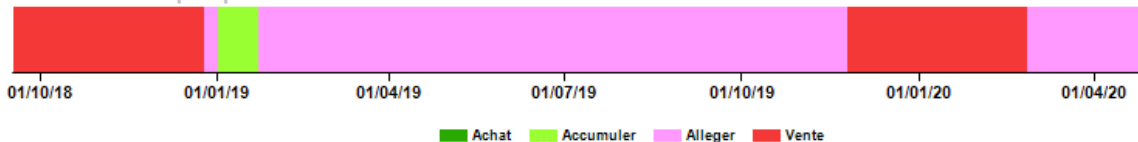
### Cours & Objectif de cours



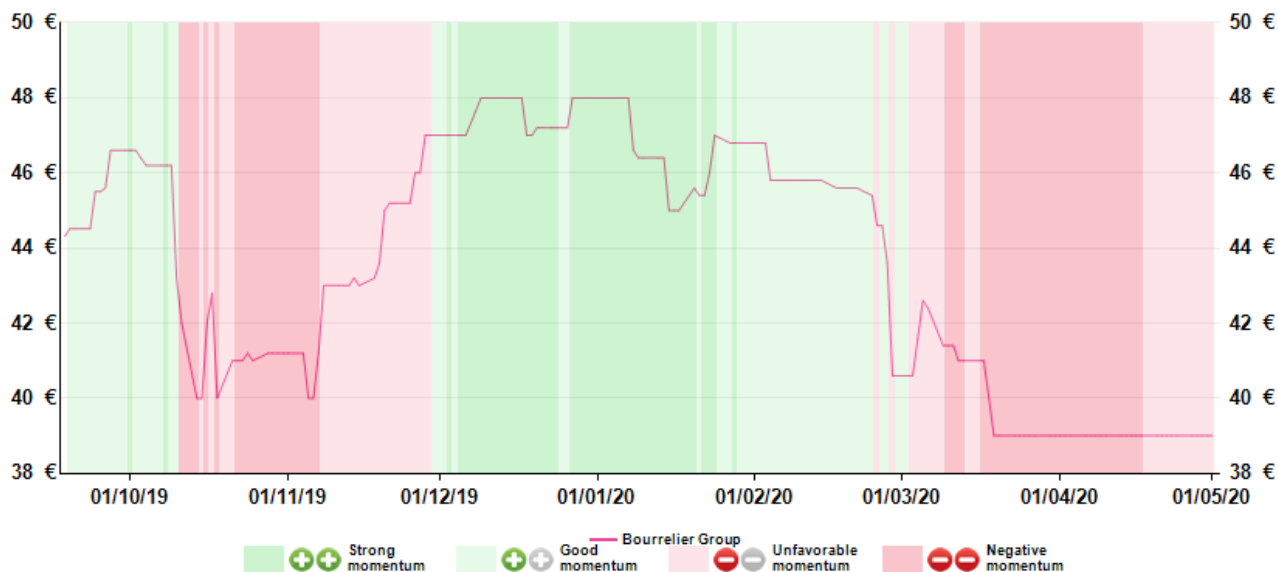
### Bénéfices par action et Opinion



#### 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

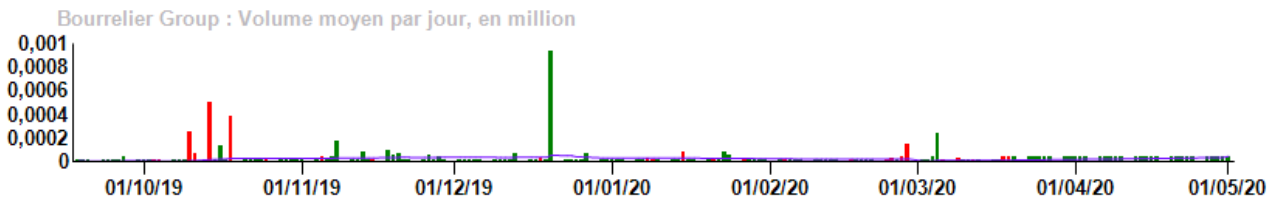
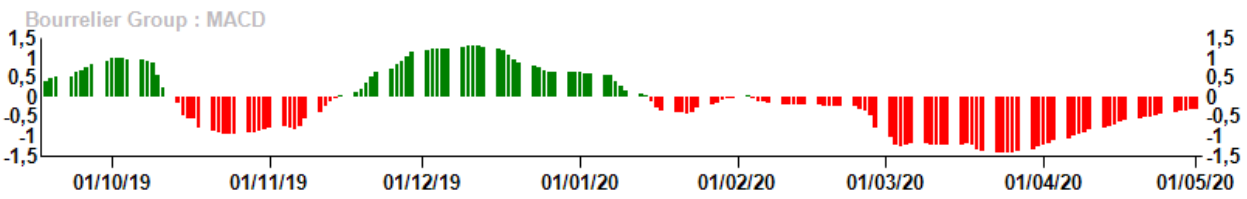
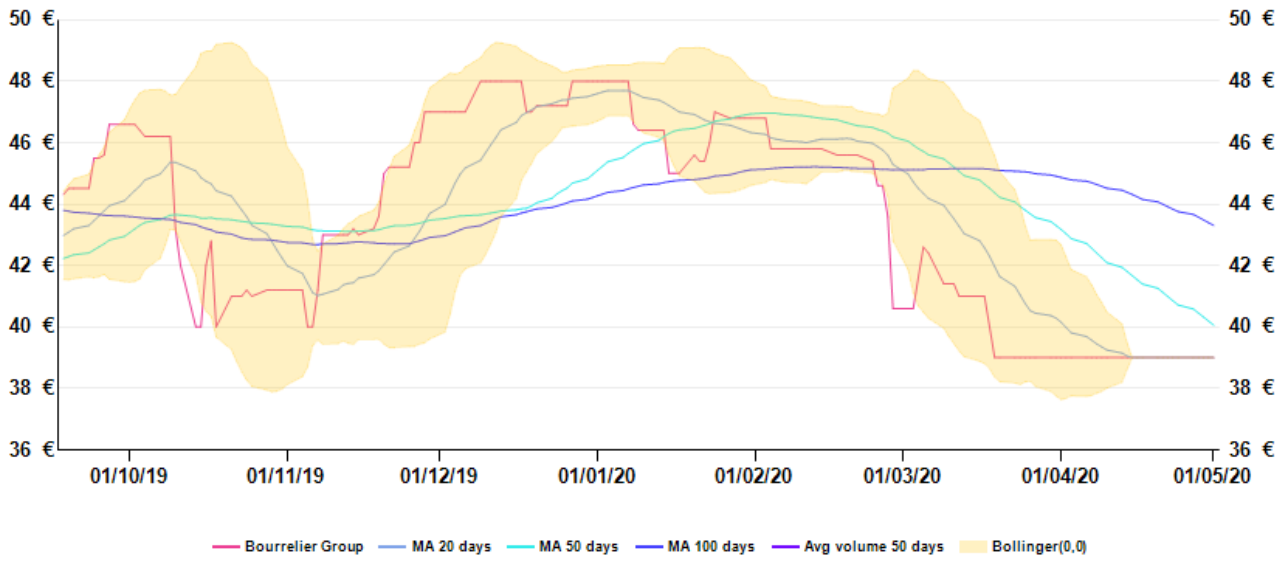
**++** : Momentum fortement positif correspondant a une tendance haussière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

**+ +** : 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



## Detailed Financials

### Clefs de valorisation

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
<b>PER ajusté</b>	<b>x</b>	<b>59,0</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
PER publié	x	4,49	106	-619	671
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>26,0</b>	<b>7,31</b>	<b>5,67</b>	<b>5,31</b>
<b>P/ANC</b>	<b>x</b>	<b>1,09</b>	<b>0,82</b>	<b>0,71</b>	<b>0,70</b>
<b>Rendement du dividende</b>	<b>%</b>	<b>0,83</b>	<b>1,11</b>	<b>1,28</b>	<b>1,28</b>
<i>Rendement du cash flow disponible</i>	%	-1,66	2,23	2,81	2,79
Cours moyen	€	60,3	44,9	39,0	39,0

### Compte d'exploitation consolidé

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>M€</b>	<b>226</b>	<b>225</b>	<b>229</b>	<b>232</b>
<i>Croissance du CA</i>	%	2,38	-0,56	1,78	1,11
<i>CA par employé</i>	k€	145	143	145	145
<b>Croissance organique</b>	<b>%</b>	<b>0,90</b>	<b>1,20</b>	<b>1,20</b>	<b>1,75</b>
Achats et coûts externes (incl. IT)	M€	-37,4	-21,0	-20,0	-20,0
Coûts de personnel	M€	-34,6	-34,6	-34,6	-34,6
Loyers de location opérationnelle	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Coût des ventes (indicatif)	M€	-146	-151	-153	-154
<b>EBITDA</b>	<b>M€</b>	<b>7,00</b>	<b>24,0</b>	<b>24,0</b>	<b>25,0</b>
EBITDA(R)	M€	7,00	24,0	24,0	25,0
<i>Marge d'EBITDA(R)</i>	%	3,09	10,7	10,5	10,8
<i>EBITDA(R) par employé</i>	k€	4,50	15,3	15,2	15,7
Dotations aux amortissements	M€	-7,07	-22,0	-22,4	-22,6
<i>Dotations aux amortissements/CA</i>	%	3,12	9,78	9,78	9,78
Dépréciations	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dotations aux provisions	M€	-0,19	0,00	0,00	0,00
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>M€</b>	<b>-0,26</b>	<b>2,00</b>	<b>1,61</b>	<b>2,36</b>
<i>Marge opérationnelle courante</i>	%	-0,11	0,89	0,70	1,02
Autres revenus/dépenses (cash)	M€	0,69	1,00	1,00	1,00
Autres rev./dép. (non cash; incl. réévaluat° d'actifs)	M€				
Résultat des JV	M€				
Dépréciation des survaleurs	M€	5,05	0,00	0,00	0,00
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€</b>	<b>5,49</b>	<b>3,00</b>	<b>2,61</b>	<b>3,36</b>
Charges financières	M€	-1,80 <sup>(2)</sup>	-3,00 <sup>(2)</sup>	-4,00 <sup>(2)</sup>	-4,00
<i>dont effectivement décaissé</i>	M€	-1,67	0,00	0,00	0,00
Produits financiers	M€	0,13	0,00	3,00	3,00
Autres produits (charges) financiers	M€	-3,83	1,00	1,00	1,00
<b>Résultat financier net</b>	<b>M€</b>	<b>-5,50</b>	<b>-2,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<i>dont services des engagements de retraites</i>	M€		-0,03	-0,05	-0,05
<b>Profits avant impôts et exceptionnels</b>	<b>M€</b>	<b>-0,01</b>	<b>1,00</b>	<b>2,61</b>	<b>3,36</b>
Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)	M€	94,9 <sup>(3)</sup>	3,10	-1,00	-1,00
<i>dont composante cash</i>	M€				
Impôt courant	M€	-11,7 <sup>(4)</sup>	-1,50	-2,00	-2,00
Déficits fiscaux reportables	M€				
Impôts différés	M€				
<b>Impôts sur les sociétés</b>	<b>M€</b>	<b>-11,7</b>	<b>-1,50</b>	<b>-2,00</b>	<b>-2,00</b>
<i>Taux d'imposition</i>	%	ns	ns	76,7	59,5
<i>Marge nette</i>	%	-5,19	-0,22	0,27	0,59
Mises en équivalence	M€	0,19	0,02	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€				

- Coût d'opportunité des actifs immobiliers de distribution de bricolage reçus en paiement des cessions de Bricorama France
- Plus value de cession sur actifs français et espagnols, enregistrée en Janvier 2018
- Impôt sur transaction 2017 désormais dû du fait de la sortie du régime d'intégration fiscale de Bricorama France

Résultat net pdg	M€	83,4	2,62	-0,39	0,36
Dépréciation des survaleurs	M€	-5,05	0,00	0,00	0,00
Autres ajustements	M€	-72,0			
Résultat net ajusté, pdg	M€	6,35	2,62	-0,39	0,36
Economie d'intérêts	M€				
Résultat corrigé et dilué	M€	6,35	2,62	-0,39	0,36
NOPAT	M€	0,01	1,44	1,16	1,69

### Tableau de financement

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
EBITDA	M€	7,00	24,0	24,0	25,0
Variation du BFR	M€	5,25	5,66	-0,20	-1,26
<i>dont (augm./dimin. des créances clients</i>	M€	5,25	1,13	-0,05	0,05
<i>dont (augm./dimin. des stocks</i>	M€		-3,37	-3,15	-3,31
<i>dont augm./dimin.) des dettes fournisseurs</i>	M€		6,72	2,00	2,00
<i>dont augm./dimin.) autres dettes</i>	M€		1,17	1,00	0,00
Dividendes reçus des mises en équivalence	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	-4,90	-1,50	-2,00	-2,00
Eléments exceptionnels	M€				
Autres cash flows d'exploitation	M€	-6,13	-6,00	0,00	0,00
Cash flows d'exploitation total	M€	1,22	22,2	21,8	21,7
Investissements matériels	M€	-1,94	-13,9	-15,0	-15,0
<i>Investissements / dotations aux amortissements</i>	%	27,4	63,4	67,0	66,3
Acquisitions de titres	M€	-0,03 <sup>(5)</sup>	0,00 <sup>(5)</sup>	-30,0 <sup>(5)</sup>	-30,0
Autres flux d'investissement	M€	3,12	0,00	0,00	0,00
Flux d'investissement net	M€	1,15	-13,9	-45,0	-45,0
Charges financières nettes	M€	-5,50	-2,00	0,00	0,00
<i>dont compasante cash</i>	M€	-1,67	-1,97	0,05	0,05
Dividendes (maison mère)	M€	-12,4	-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€	-83,5	86,6	0,00	0,00
Autres flux financiers	M€		-86,6 <sup>(6)</sup>		
Flux financiers totaux	M€	-97,6	-5,08	-3,07	-3,06
Variations de périmètre	M€	316			
Variation de la trésorerie	M€	221	3,14	-26,3	-26,3
Variation de la dette nette	M€	304	-83,4	-26,3	-26,3
Cash flow disponible (avant div)	M€	-6,22	6,22	6,80	6,74
Cash flow opérationnel	M€	1,22	22,2	21,8	21,7
Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)	%	3,28	24,9	26,8	26,8

- Hypothèses d'investissements en actifs financiers. Pour 2018: Plus value de 85m€ sur la cession des actifs français et espagnols moins investissements de 32m€ (montant forfaitaire annuel) dans de nouveaux actifs.
- adjustment made to cancel the increase in gross debt showing up due to inclusion of lease liabilities because of IFRS 16



<b>Bilan</b>		<b>12/18A</b>	<b>12/19E</b>	<b>12/20E</b>	<b>12/21E</b>
<b>Survaleurs</b>	M€	<b>34,5</b>	<b>34,5</b>	<b>34,5</b>	<b>35,0</b>
Droits incorporels (y compris concessions)	M€		91,0 <sup>(7)</sup>	91,0	91,0
Autres immobilisations incorporelles	M€	4,39	5,00	5,00	5,00
<b>Total actif incorporel</b>	<b>M€</b>	<b>38,9</b>	<b>131</b>	<b>131</b>	<b>131</b>
<b>Immobilisations corporelles</b>	<b>M€</b>	<b>59,1</b>	<b>56,0</b> <sup>(8)</sup>	<b>56,0</b>	<b>56,0</b>
Immobilisations financières (invest. LT dans des sociétés)	M€	1,64	2,00	32,0	62,0
Autres immo. financières (optique de placement)	M€	3,47 <sup>(9)</sup>	3,47 <sup>(9)</sup>	3,47 <sup>(9)</sup>	3,47
<b>BFR</b>	<b>M€</b>	<b>23,7</b>	<b>18,0</b>	<b>18,2</b>	<b>19,5</b>
<i>dont clients (+)</i>	M€	2,13	1,00	1,05	1,00
<i>dont stocks (+)</i>	M€	59,6	63,0	66,2	69,5
<i>dont fournisseurs (+)</i>	M€	26,3	33,0	35,0	37,0
<i>dont engagements courants (+)</i>	M€	11,8	13,0	14,0	14,0
Autres actifs courants	M€	30,8	30,0	30,0	30,0
<i>dont actifs d'impôts</i>	M€	9,25	0,00	0,00	0,00
<b>Actif total (net des engagements CT)</b>	<b>M€</b>	<b>158</b>	<b>240</b>	<b>270</b>	<b>302</b>
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€</b>	<b>343</b>	<b>340</b>	<b>343</b>	<b>348</b>
Intérêts minoritaires	M€	0,06	0,06	0,06	0,06
<b>Provisions pour retraite</b>	<b>M€</b>	<b>1,00</b>	<b>1,10</b>	<b>2,44</b>	<b>2,76</b>
Autres provisions pour risques et charges	M€	0,20	2,36	2,00	2,00
Charges d'IS	M€	2,94	3,00	3,00	3,00
Autres charges	M€		<sup>(10)</sup>		
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€</b>	<b>-190</b>	<b>-107</b>	<b>-80,3</b>	<b>-54,0</b>
<b>Passifs totaux</b>	<b>M€</b>	<b>157</b>	<b>240</b>	<b>270</b>	<b>302</b>
<b>Endettement net moyen / (trésorerie)</b>	<b>M€</b>	<b>-172</b>	<b>-148</b>	<b>-93,4</b>	<b>-67,2</b>

7. Droit d'utilisation
8. compris Droit d'utilisation aussi
9. Actifs financiers consécutifs aux investissements des excédents de trésorerie
10. Dettes locatives à long terme

<b>Valeur d'entreprise</b>		<b>12/18A</b>	<b>12/19E</b>	<b>12/20E</b>	<b>12/21E</b>
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>26,0</b>	<b>7,31</b>	<b>5,67</b>	<b>5,31</b>
<b>VE/EBIT</b>	<b>x</b>	<b>ns</b>	<b>87,8</b>	<b>84,6</b>	<b>56,3</b>
<b>VE/CA</b>	<b>x</b>	<b>0,80</b>	<b>0,78</b>	<b>0,59</b>	<b>0,57</b>
EV/Capital investi	x	1,47	0,85	0,58	0,49
Capitalisation boursière	M€	374	279	242	242
+ Provisions (incluant les retraites)	M€	1,20	3,46	4,44	4,76
+ Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	-190	-107	-80,3	-54,0
+ Dette implicite aux immo. en location opérationnelle	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
- Immobilisations financières (juste valeur) et autres	M€	3,47		30,0	60,0
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€				
<b>= Valeur d'entreprise</b>	<b>M€</b>	<b>182</b>	<b>176</b>	<b>136</b>	<b>133</b>

### Données par action

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
<b>BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)</b>	€	<b>1,02</b>	<b>0,42</b>	<b>-0,06</b>	<b>0,06</b>
<i>Croissance des BPA</i>	%	20,5	-58,7	n/a	n/a
BPA publié	€	13,4	0,42	-0,06	0,06
<b>Dividende net par action</b>	€	<b>0,50</b>	<b>0,50</b>	<b>0,50</b>	<b>0,50</b>
Cash flow libre par action	€	-1,00	1,00	1,10	1,09
Cash flow opérationnel par action	€	0,20	3,57	3,51	3,50
Actif net comptable par action	€	55,3	54,8	55,3	56,1

<b>Nombre d'actions ordinaires</b>	Mio	<b>6,22</b>	<b>6,22</b>	<b>6,22</b>	<b>6,22</b>
Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année)	Mio	6,22	6,22	6,22	6,22
Nombre d'actions pour Capi.	Mio	6,22	6,22	6,22	6,22
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
<b>Nombre d'actions ordinaires moyen</b>	Mio	<b>6,21</b>	<b>6,21</b>	<b>6,21</b>	<b>6,21</b>
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
<b>Nombre d'actions dilué (moyen)</b>	Mio	<b>6,21</b>	<b>6,21</b>	<b>6,21</b>	<b>6,21</b>
Survaleur par action	€	-0,81	0,00	0,00	0,00
BNA après amort. des survaleurs (dilué)	€	1,84	0,42	-0,06	0,06
BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)	€	13,4	0,42	-0,06	0,06
Païement effectif	€				
<b>Taux de distribution</b>	%	<b>3,72</b>	<b>119</b>	<b>-793</b>	<b>861</b>
<b>Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)</b>	%	<b>49,0</b>	<b>119</b>	<b>-795</b>	

### Financement et liquidité

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
EBITDA	M€	7,00	24,0	24,0	25,0
Cash flow des opérations	M€	-5,70	14,5	22,0	23,1
<b>Fonds propres</b>	<b>M€</b>	<b>343</b>	<b>340</b>	<b>343</b>	<b>348</b>
<b>Dette brute</b>	<b>M€</b>	<b>44,4</b>	<b>131</b>	<b>131</b>	<b>131</b>
dont échéance moins d'un an	M€	4,94	21,0	21,0	21,0
dont échéance entre 1 et 5 ans	M€	22,2	110	110	110
dont échéance à plus de 5 ans	M€	17,2			
+ Trésorerie brute	M€	234	238	211	185
<b>= Dette nette / (trésorerie)</b>	<b>M€</b>	<b>-190</b>	<b>-107</b>	<b>-80,3</b>	<b>-54,0</b>
Emprunts bancaires	M€	40,6	40,0	40,0	40,0
Leasing	M€	3,79	87,0	87,0	87,0
Autres financements	M€	0,00	4,00	4,00	4,00
Ratio d'endettement	%	-50,0	-43,6	-27,2	-19,3
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	-27,1	-4,44	-3,35	-2,16
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	6,52	5,60	5,64	5,43
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds propres)</i>	%	11,7	28,3	28,3	28,1
<i>Ebit cover</i>	x	-0,05	1,02	-35,7	-45,2
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	-12,5	10,8	16,3	17,0
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	3,00	-13,6	-27,4	-42,7
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	-13,6	4,63	5,02	4,97
<i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	46,2	11,6	10,4	9,13
<i>FCF/Dette CT</i>	x	-0,48	0,30	0,33	0,32

### Analyse du ROE par la méthode de Dupont

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)	x	-7 008	2,62	-0,15	0,11
Marge opérationnelle (EBIT/CA)	%	2,42	1,33	1,14	1,45
Rotation des actifs(CA/actifs moyens)	%	162	113	89,8	80,9
Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens)	x	0,46	0,58	0,75	0,83
<b>Rendement des fonds propres (ROE)</b>	<b>%</b>	<b>27,2</b>	<b>0,77</b>	<b>-0,11</b>	<b>0,10</b>
ROA	%	4,51	1,47	1,27	1,63

### Réconciliation des capitaux propres

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Fonds propres année N-1	M€	270	341	340	343
+ Profits nets de l'année	M€	83,4	2,62	-0,39	0,36
- Dividendes (maison mère)	M€	-12,4	-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€		-0,01	6,46	7,86
<b>= Fonds propres fin d'année</b>	<b>M€</b>	<b>341</b>	<b>340</b>	<b>343</b>	<b>348</b>

### Personnel

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Chiffre d'affaires par employé	k€	145	143	145	145
Coûts de personnel unitaire	k€	-22,2	-22,0	-21,9	-21,7
<i>Variation des coûts de personnel</i>	<i>%</i>	<i>-0,76</i>	<i>0,11</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
<i>Variation des coût de personnel unitaire</i>	<i>%</i>	<i>179</i>	<i>-0,91</i>	<i>-0,63</i>	<i>-0,63</i>
<i>Coûts de pers./(Ebitda+Coûts de pers.)</i>	<i>%</i>	<i>83,2</i>	<i>59,1</i>	<i>59,1</i>	<i>58,1</i>

<b>Nombre d'employés moyen</b>	<b>utp</b>	<b>1 557</b>	<b>1 573</b>	<b>1 583</b>	<b>1 593</b>
Europe	utp	1 557	1 573	1 583	1 593
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
<b>Coûts totaux de personnel</b>	<b>M€</b>	<b>-34,6</b>	<b>-34,6</b>	<b>-34,6</b>	<b>-34,6</b>
Salaires	M€	-34,6	-34,0	-34,0	-34,0
<i>dont contributions sociales</i>	<i>M€</i>	<i>-7,81</i>			
Paiement en titres	M€				
Coûts relatifs aux retraites	M€		-0,62	-0,62	-0,62

### Chiffre d'affaires par division

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
<b>Total sales</b>	<b>M€</b>	<b>226</b>	<b>225</b>	<b>229</b>	<b>232</b>
<i>O/w organic growth (%)</i>	<i>%</i>	<i>0,90</i>	<i>1,20</i>	<i>1,20</i>	<i>1,75</i>
Magasins français	M€	0,00	2,00	2,00	0,00
Magasins benelux	M€	223	223	227	232
Magasins espagnols	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Other	M€	3,40	0,00 <sup>(1)</sup>	0,00 <sup>(1)</sup>	0,00 <sup>(1)</sup>

1. Revenus de loyers principalement sur magasins de bricolage

### Résultat par division

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
<b>Underlying operat. profit Analysis</b>					
Magasins français	M€	-4,01	0,00	0,00	0,00
Magasins benelux	M€	3,55	4,00	4,00	5,00
Magasins espagnols	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Other/cancellations	M€	-4,05	-3,00	-3,00	-3,00
<b>Total</b>	<b>M€</b>	<b>-4,50</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>2,00</b>
Underlying operat. profit margin	%	-1,99	0,44	0,44	0,86

### Géographie du chiffre d'affaires

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
France	%	0,00	1,40		
Belgique	%	0,00	0,00		
Pays-bas	%	100	98,6		
Espagne	%	0,00	0,00		
Other	%	0,00	0,00		

### ROCE/CFROIC/Capitaux investis

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Rendement des capitaux investis	%	0,01	0,70	0,49	0,63
CFROIC	%	-5,04	3,01	2,87	2,51
Survaleur	M€	34,5	34,5	34,5	35,0
<i>Dépréciation cumulée des survaleurs</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	M€	4,39	96,0	96,0	96,0
<i>Dépréciation cumulée des immo. incorporelles</i>	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
Valeur actuelle des engagements de leasing	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres actifs immobilisés	M€	59,1	56,0	56,0	56,0
<i>Amortissements cumulés</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
BFR	M€	23,7	18,0	18,2	19,5
Autres actifs	M€	1,64	2,00	32,0	62,0
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Capitaux employés après amortissement (Capitaux investis)</b>	<b>M€</b>	<b>123</b>	<b>207</b>	<b>237</b>	<b>268</b>
Capitaux employés avant amortissement	M€	123	207	237	268

### Capitaux employés par division

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Magasins français	M€				
Magasins benelux	M€				
Magasins espagnols	M€				
Other	M€	123	207	237	268
<b>Total capital employed</b>	<b>M€</b>	<b>123</b>	<b>207</b>	<b>237</b>	<b>268</b>

## Pension Risks

### Synthèse des risques liés aux engagements de retraites

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
<b>Ratio des engagements retraite</b>	%	<b>0,58</b>	<b>0,32</b>	<b>0,71</b>	<b>0,79</b>
Fonds propres part groupe	M€	343	340	343	348
<b>Valeur actualisée des engagements</b>	<b>M€</b>	<b>2,02</b>	<b>1,10</b>	<b>2,44</b>	<b>2,76</b>
<i>dont engagements financés</i>	M€	2,02	1,10	2,44	2,76
<i>dont engagements non financés</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>dont autres engagements (santé)</i>	M€		0,00	0,00	0,00
Ecarts actuariels non comptabilisés au bilan	M€	0,00	0,00	0,00	0,00

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

### Répartition géo. des engagements de retraites

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
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

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Couverture des obligations financées (déficit)	M€	-2,02	-3,00	-3,48	-3,94
Couverture des obligations non financées (déficit)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Total comptabilisé	M€	-2,02	-3,00	-3,48	-3,94
<b>Pertes/(gains) actuariels non reconnus</b>	<b>M€</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Provisions (au bilan) sur obligations financées	M€	2,02	1,10	2,44	2,76
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
<b>Total des provisions de retraite comptabilisées au bilan</b>	<b>M€</b>	<b>2,02</b>	<b>1,10</b>	<b>2,44</b>	<b>2,76</b>

### Impacts sur le compte de résultat

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
Charges relatives aux engagements financés	M€	-0,77	-0,65	-0,66	-0,67
Charges relatives aux engagements non financés	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Total des charges relatives aux engagements</b>	<b>M€</b>	<b>-0,77</b>	<b>-0,65</b>	<b>-0,66</b>	<b>-0,67</b>
<i>dont celles incluses dans les frais généraux</i>	M€	-0,62	-0,62	-0,62	-0,62
<i>dont celles incluses dans les frais financiers</i>	M€	-0,15	-0,03	-0,05	-0,05

### Engagements financés

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
<b>Engagements de retraite début de période</b>	<b>M€</b>	<b>2,56</b>	<b>3,11</b>	<b>4,00</b>	<b>4,59</b>
Coût des services rendus	M€	0,62	0,62	0,62	0,62
Coût des intérêts	M€	0,13	0,05	0,06	0,07
Contributions des employés	M€				
Impact du changement des hypothèses actuarielles	M€	-0,11	0,32	0,00	0,00
<i>dont impact du changement du taux d'actualisation</i>	M€		0,00		
<i>dont impact du changement du taux de croissance des salaires</i>	M€		0,32		
<b>Changements du périmètre de consolidation</b>	<b>M€</b>				
Effets de change	M€				
Prestation versées aux bénéficiaires	M€	-0,09	-0,09	-0,09	-0,09
Autres	M€				
<b>Engagements de retraite fin de période</b>	<b>M€</b>	<b>3,11</b>	<b>4,00</b>	<b>4,59</b>	<b>5,18</b>

### Valeur des actifs de fi. des engagements de retraites

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
<b>Actifs début de période</b>	<b>M€</b>	<b>1,41</b>	<b>1,09</b>	<b>1,00</b>	<b>1,10</b>
Produits attendus sur les actifs des régimes de retraite	M€	-0,02	0,02	0,01	0,02
Gains / (pertes) actuariels	M€	-0,11	-0,02	-0,01	-0,02
Cotisations du Groupe	M€	-0,09	0,00	0,20	0,23
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€	-0,09	-0,09	-0,09	-0,09
Autres	M€				
<b>Actifs fin de période</b>	<b>M€</b>	<b>1,09</b>	<b>1,00</b>	<b>1,10</b>	<b>1,24</b>
Taux de rentabilité attendu des actifs (réalisé et estimé)	M€	-0,13	0,00	0,00	0,00

### Valeur actuelle des engagements de retraites non financés

		12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
<b>Engagements de retraite début de période</b>	<b>M€</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
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>	M€		0,00		
<i>dont impact du changement du taux de croissance des salaires</i>	M€		0,00		
Changements du périmètre de consolidation	M€				
Effets de change	M€				
Prestation versées aux bénéficiaires	M€				
Autres	M€				
<b>Engagements de retraite fin de période</b>	<b>M€</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

## 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%