

Achat	Potentiel	35%
Objectif de cours		13,00 €
Cours au 19/03/2015 (c)		9,60 €
NYSE Euronext Comp C		
Reuters / Bloomberg	CAFO-FR / CAFO:FR	

Cafom

Distribution non alimentaire

Cafom: le retour

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-1,0%	-0,5%	4,4%	-5,5%
Perf CAC small	14,5%	4,0%	15,5%	5,0%

Informations boursières (en M€)

Capitalisation (M€)	81,9
Nb de titres (en millions)	8,5
Volume 12 mois (titres)	1 871
Extrêmes 12 mois	8,10€ / 12,00€

Actionnariat

Dirigeants	73,6%
Pleiade Investissement	6,4%
KBL Richelieu Finances	1,4%
Flottant	14,8%
Autodetention	3,9%

Données financières (en M€)

	au 30/09	2013	2014e	2015e	2016e
CA		360,3	371,0	420,2	451,9
var %		-1,4%	3,0%	13,3%	7,5%
EBE		3,5	15,7	20,3	28,5
% CA		1,0%	4,2%	4,8%	6,3%
ROC		-3,6	7,8	12,3	20,3
% CA		-1,0%	2,1%	2,9%	4,5%
RN pdg		-4,9	-0,2	8,4	13,8
% CA		-1,4%	-0,1%	2,0%	3,0%
Bnpa (€)		-0,57	-0,03	0,98	1,62
Gearing (%)		53%	47%	38%	30%
ROCE (%)		-2%	4%	6%	10%
ROE (%)		-4%	0%	6%	10%
Dette nette 2013/14		56,6			
Dividende n		0			
Yield (%)		0			

Ratios

	2013	2014e	2015e	2016e
VE/CA (x)	0,4	0,4	0,3	0,3
VE/EBE (x)	39,8	8,8	6,8	4,9
VE/ROC (x)	ns	17,7	11,2	6,8
PE (x)	ns	ns	9,8	5,9

Analyste :

Cécile Aboulian
01 44 70 20 70
caboulian@elcorp.com

• 2014/2015 est le début d'une nouvelle histoire pour Cafom qui a réussi à intégrer l'acquisition de Habitat en 2011 et à renouer avec croissance et rentabilité avec un CA 2013/14 en hausse de 3,0% à 371,0 M€ et un ROC 2013/14 de 7,8 M€ (vs -3,6 M€ en 2012/13).

• Après une phase de repositionnement et de restructuration de la marque Habitat (CA 2013/14 de 138,0 M€), Cafom lance désormais la phase de développement du réseau en franchise à l'international (environ 20 ouvertures prévues d'ici 2017) tout en maintenant des ambitions de croissance organique sur son réseau en propre (+1,8% en 2014 et +2% par an selon nous jusqu'en 2017).

• Avec un chiffre d'affaires de 160,0 M€ généré par les 16 magasins des DOM TOM (-3,3% vs 2012/13), Cafom a en grande partie réussi à compenser l'arrêt de l'accord de franchise avec Conforama (fin 2013) grâce à la mise en place d'un nouveau partenariat de franchise exclusive avec Darty dans 6 territoires, à l'ouverture de magasins Habitat et de nouveaux magasins en propre (BUT et Music & son).

• Le chiffre d'affaires généré par l'e-commerce (73,0 M€, +21,6%) est appelé à se renforcer compte tenu du positionnement de Vente-Unique.com (équipement de la maison à prix accessibles) et de celui de Directlowcot.com (fournisseur de meubles en BtoB).

• Avec une expertise spécifique dans les achats (création de la première centrale d'achat en 1987) et un volume d'achat important, le groupe offre une gamme étendue de produits en préservant son taux de marge brute à 49% en 2013/14 (+2 points).

• A partir de 2014/2015, le groupe va bénéficier de l'accélération de la montée en puissance de la franchise et d'internet, peu capitalistiques, et renforcer ses marges et sa génération de cash flow opérationnel.

• Cafom a ainsi les moyens de poursuivre le remboursement de sa dette acquise pour la restructuration d'Habitat et de poursuivre son développement (gearing de 46,6% à fin septembre 2014)

Nous initions la couverture de Cafom avec une opinion Achat et un objectif de cours à 13,00 € issu de la moyenne des valorisations par DCF et par comparables.

Sommaire

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT	5
MATRICE SWOT	7
PRESENTATION DES ACTIVITES	8
HISTORIQUE	12
LE SPECIALISTE DE LA DISTRIBUTION DE MEUBLES DANS LES DOM TOM	12
HABITAT: MONTEE DANS LA CHAINE DE VALEUR	16
UN PORTEFEUILLE DE SITES COMPLEMENTAIRES ET PERFORMANTS	19
SOURCING, ACHATS ET LOGISTIQUE: LA CLE DE VOUTE DES FILIALES DE CAFOM	22
UN POSITIONNEMENT PORTEUR SUR DES MARCHES CONTRASTES	24
UN MARCHE GENERALEMENT SOUTENU PAR L'IMMOBILIER	25
LES MAGASINS SPECIALISES RESISTENT MIEUX EN FRANCE	26
DYNAMISME DES VENTES PAR INTERNET EN EUROPE	27
PERSPECTIVES STRATEGIQUE ET FINANCIERES	29
OPTIMISATION DU RESEAU ET HAUSSE DU NOMBRE DE FRANCHISES HABITAT	29
OPTIMISATION DU RESEAU BUT, MONTEE EN PUISSANCE DE DARTY ET DU SAV DANS LES DOM TOM	31
ACCELERATION DE LA CROISSANCE SUR INTERNET	32
FORT LEVIER OPERATIONNEL SUR L'ENSEMBLE DU GROUPE	33
UN BILAN QUI SE RENFORCE	35
VALORISATION	36
VALORISATION PAR LES DCF	36
VALORISATION PAR LES COMPARABLES	38
CONCLUSION	42
ELEMENTS FINANCIERS	43
COMPTE DE RESULTAT	43
BILAN	44
FLUX DE TRESORERIE	44

Argumentaire d'investissement

Nous sommes à l'Achat sur Cafom avec un objectif de cours à 13,00€ compte tenu d'un cours actuel qui ne reflète, selon nous, ni les restructurations réalisées sur Habitat ni le potentiel de croissance de chaque segment d'activité du groupe.

Acteur historique de l'équipement de la maison, Cafom a développé un savoir-faire précieux dans le sourcing et les achats dont il fait bénéficier toutes les branches de son groupe (distribution traditionnelle dans les DOM TOM, Habitat et e-commerce) afin qu'elles offrent le meilleur rapport qualité/prix à leur clientèle. Son expertise spécifique lui permet de générer des marges arrières importantes et contribue à porter la rentabilité du groupe.

Habitat entre désormais dans sa phase de développement, après celle de restructuration, avec l'accélération des ouvertures de magasins en franchise. Habitat entend ouvrir environ 20 points de vente supplémentaires d'ici 2017. La franchise devrait ainsi représenter 20% du CA de Habitat en 2017 (vs 9% en 2014). Ces ouvertures, peu consommatrices de cash, vont ainsi venir alimenter les marges du groupe.

Le partenariat exclusif passé avec Darty en 2014 va permettre à Cafom de proposer une profondeur de gamme unique dans l'électroménager dans les DOM TOM. L'enseigne était très attendue outre-mer et l'ouverture des deux premiers magasins montre l'engouement des clients. Cafom devrait ainsi bénéficier de l'ouverture des prochains magasins sur ses six territoires exclusifs.

Avec près de 20% du chiffre d'affaires généré par internet, Cafom est exposé au marché dynamique de l'e-commerce via son site internet Habitat et ses sites en propre Vente-Unique.com et Directlowcost.com. Avec l'installation de l'entrepôt de 22 000 m² dédié à Vente-Unique.com (installé en 2011), Cafom s'est positionné pour capter la croissance de ce marché sur l'ensemble de l'Europe.

Compte tenu de la croissance attendue et des restructurations réalisées, **l'exercice 2014/15 va signer le retour à la rentabilité nette du groupe** et, compte tenu de la maîtrise attendue du BFR, **à une génération de cash flow opérationnel importante**, permettant le remboursement de la dette et le financement des capex.

Notre objectif de cours de 13,00€ est issu de la moyenne de valorisation par comparables (14,50€ basé sur les multiples de Darty, BoConcept, Nobia, Groupe Ldlc, Yoox, Boohoo.com) et par DCF (11,50€ avec un wacc de 10,9%, une MOC normalisée de 5,0% et une croissance à l'infini de 2,0%).

Au S1 2014, le titre a bénéficié de la nette baisse de ses pertes avec un cours qui a augmenté de 13,5% à 9,99€ au 30/06/2014, le cours a ensuite subi la baisse du marché et perdu -7,6% à 9,70€ au 31/12/2014. Depuis le titre est environ stable et représente une occasion d'achat compte tenu du potentiel de hausse que nous estimons à 35%.

Risques: notre objectif de cours pourrait être amené à être revu à la baisse en cas de détérioration de la marge brute (en cas de concurrence accrue ou de mix produits défavorable) ou d'accident sur la croissance (montée en puissance plus lente que prévue du réseau de franchises Habitat, croissance moins rapide que prévue des sites internet) ou encore dans le cas d'une hausse du BFR (stocks et créances clients) venant grever la génération de cash flow nécessaire au développement de la société et au remboursement de la dette.

Matrice SWOT

Forces

- Acteur de référence dans l'achat de produits d'aménagement de la maison
- Partenariat de franchise exclusive avec BUT et Darty dans les DOM TOM
- Exploitation et redressement de la marque Habitat qui entre dans une phase de développement en franchise (peu capitalistique)
- Complémentarité de l'offre online / offline
- Montée en puissance des enseignes Darty, Habitat
- Rentabilité en forte hausse
- Diversification en cours des implantations géographiques vers des zones à forte croissance (Moyen Orient, Asie)

Faiblesses

- Endettement élevé
- Rentabilité encore fragile

Opportunités

- Croissance rapide des achats en ligne en Europe
- Développement à l'international avec Habitat qui bénéficie d'une bonne image de marque de qualité française
- Positionnement sur le segment de l'équipement de la maison à petits prix porteur (BUT, Vente-Unique.com, Directlowcost.com)
- Croissance de la population
- Intérêt croissant pour l'aménagement de la maison, tendance au cocooning

Menaces

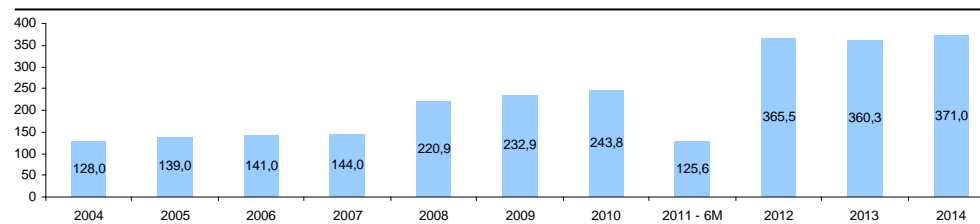
- Concurrence accrue et politiques tarifaires agressives
- Baisse de l'activité immobilière (baisse des mises en chantier de logements neufs et stabilisation des transactions dans l'ancien)
- Recul de la mobilité des locataires
- Pression sur le pouvoir d'achat des ménages
- Prudence des entreprises en terme d'investissements
- Pression sur les prix des matières premières

Présentation des activités

Créé en 1985, Cafom est un distributeur international et multicanal de produits d'équipement de la maison via son réseau en propre (magasins Habitat), ses magasins exploités en franchise (franchises BUT et Darty dans les DOM TOM), son réseau de franchisés Habitat et l'exploitation des sites internet de vente en BtoC (Vente-Unique.com) et en BtoB (Directlowcost.com).

L'acquisition de Habitat Europe Continentale en 2011 pour 4,3 M€ (auprès du groupe Hilco) a marqué un tournant stratégique majeur en intégrant une marque en propre à forte notoriété et en intégrant une entité en difficulté financière (Badwill de 32,8 M€ le jour de l'acquisition). A ce titre Cafom s'est doté des moyens financiers nécessaires au redéploiement de la marque : augmentation de capital de 5,4 M€ et émission d'OC de 6,6 M€ en décembre 2011 (dont 8,1 M€ auprès de Pléiade Investissement et le reste auprès des actionnaires historiques de Cafom), crédit syndiqué de 17 M€ et dette OSEO de 3 M€ en juillet 2012.

Chiffre d'affaires depuis 2004 (M€)

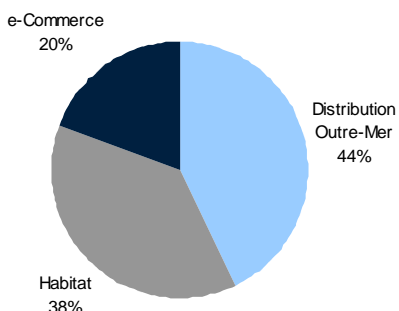


source: société / Euroland Corporate. Nb: changement de date de clôture sur l'exercice 2011 du 31 mars au 30 septembre. L'exercice 2011 est ainsi comptabilisé sur 6 mois.

Les exercices 2011/12 et 2012/13 ont été prioritairement consacrés à la reconstruction des fonctions supports de Habitat, au repositionnement autour des valeurs d'esthétique, d'utilité et d'accessibilité des objets ainsi qu'à la revue stratégique du périmètre (fermeture de magasins en propre). L'exercice 2013/14 affiche un tournant pour le groupe en redevenant bénéficiaire opérationnellement avec un CA de 371,0 M€ et un ROC de 7,8 M€ (vs -3,6 M€ en 2012/13). Les prochains exercices vont bénéficier principalement: 1/ de la croissance du réseau traditionnel avec le déploiement de la nouvelle franchise Darty (en remplacement de celle de Conforama qui a pris fin le 31/12/2013) et 2/ des efforts de développement et de structuration de Habitat (point mort opérationnel attendu en 2016), 3/ de la dynamique des ventes internet en BtoB et en BtoC.

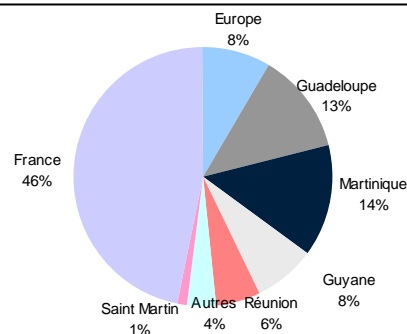
Avec le développement de son activité en franchise (plus de 40 magasins attendus en 2017 vs 25 à fin septembre 2014) et la forte croissance de ses sites e-commerce (TCAM du CA de 11,9% attendu entre 2014 et 2017), Cafom prend la forme d'un **distributeur d'équipement de la maison intégré peu capitalistique et agile.**

Chiffre d'affaires 2014 par segment



source: société

Chiffre d'affaires 2014 estimé par géographie

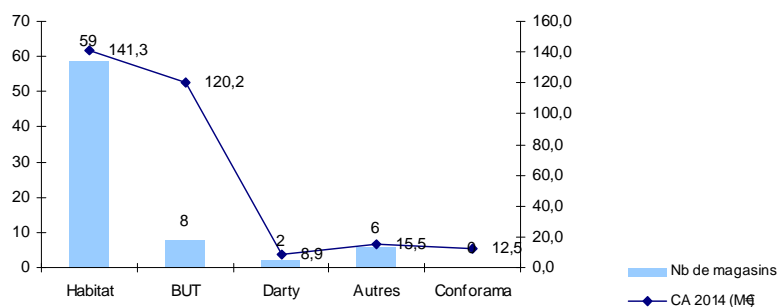


CAFOM: un réseau de distribution physique désormais restructuré

Avec un chiffre d'affaires 2013/14 de 288 M€* généré par son réseau de distribution physique (Habitat et traditionnel en outre-mer (franchises BUT et Darty)), Cafom est un acteur significatif du secteur de l'équipement de la maison. Son positionnement se caractérise par une **offre d'ameublement moyenne/haute gamme sur Habitat, à prix compétitifs sur BUT et orientée électroménager à prix accessibles avec Darty.**

La diversification de l'offre et de l'implantation géographique permet à Cafom d'améliorer son profil de risque sur un secteur cyclique, corrélé à la consommation et l'immobilier.

Nombre de boutiques et chiffre d'affaires 2014 estimé par enseigne (M€)



source: société / Euroland Corporate

• **Habitat** est distribué à travers les magasins du groupe à fin septembre 2014 et a généré un CA estimé de 141,3 M€ (dont 138 M€ hors DOM TOM). A fin septembre 2014, Cafom détient 34 magasins en propre (25 en France, 4 en Allemagne, 4 en Espagne et 1 à Monaco) et 25 en franchise (dont 2 en métropole, 2 dans les DOM et 21 à l'étranger: 7 en Norvège, 2 en Suède, 1 en Islande, 3 en Belgique, 1 au Luxembourg, 2 en Turquie, 3 en Grèce, 1 à Malte et 1 au Monténégro).

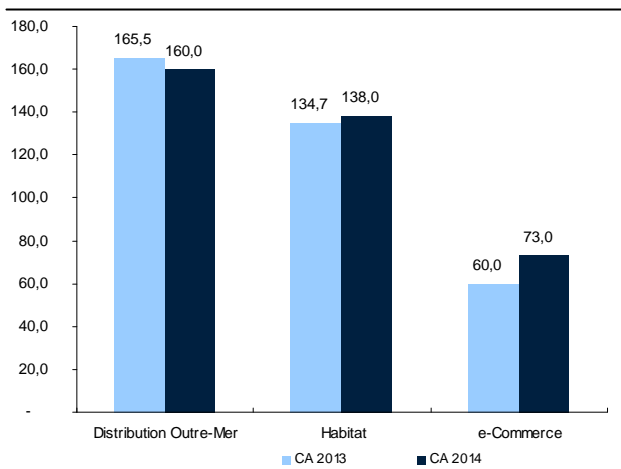
* 73 M€ générés par le e-commerce et 10 M€ par le sib internet de Habitat en 2014 selon nous

- **BUT** est le réseau le plus ancien du groupe avec une première ouverture en 1985. Malgré la baisse du chiffre d'affaires sur le réseau liée à un contexte économique difficile dans les DOM TOM (hors Guyane), le réseau connaît un regain de croissance en 2014 avec la transformation d'anciens Conforama en deux BUT (Guyane) et le réaménagement d'un BUT en Martinique. BUT génère ainsi un CA de 120,2 M€ selon nous avec seulement 8 magasins et ressort bénéficiaire compte tenu des efforts réalisés sur les coûts (charges salariales, renégociations loyers...).

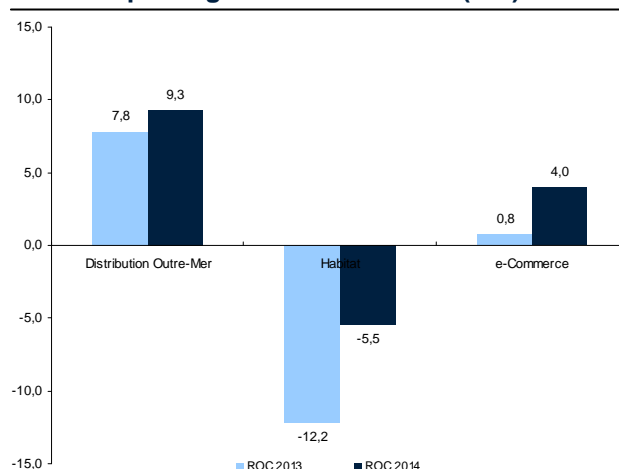
- Depuis le 31/12/2013, Cafom n'exploite plus de **Conforama** en outre-mer. L'enseigne génère néanmoins encore 12 M€ de CA en 2013/14 selon nous qui devrait progressivement être compensé par la mise en place d'un nouveau contrat de franchise avec **Darty** (ouvertures prévues dans six territoires en exclusivité), l'ouverture de magasins Habitat dans les DOM et de nouveaux magasins Music et Son.

- **Cafom** exploite 4 magasins en propre à fin septembre 2014 (dont 3 Music & Son) qui ont généré un chiffre d'affaires de 6,2 M€.

CA par segment 2014 vs 2013 (M€)



ROC par segment 2014 vs 2013 (M€)



source: société / Euroland Corporate

Nb: La distribution en outre-mer est réalisée par les magasins But, Darty, Conforama, Music & Son et deux Habitat

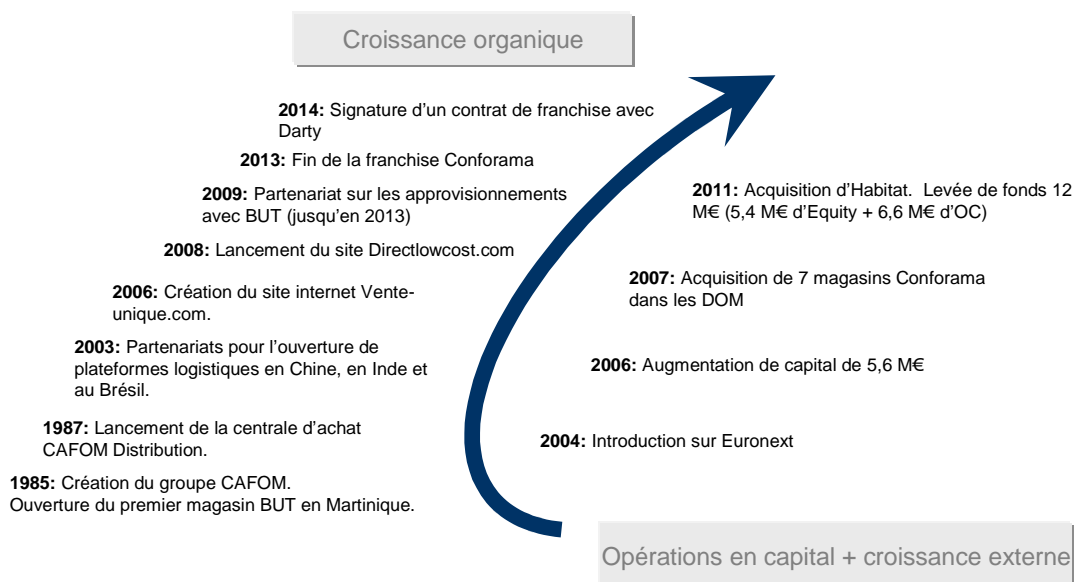
- **La rentabilité de la « Distribution traditionnelle » est principalement portée par les marges générées par les centrales d'achat (« Cafom Distribution » et « Cafom Marketing & Services » comptabilisés dans ce segment) qui bénéficient des marges arrières accordées aux centrales d'achat par les fabricants.**

Avec la montée en puissance des nouveaux magasins Darty, Habitat et Music & Son et les aménagements réalisés sur les enseignes existantes (transformation des anciens Conforama en BUT ou Habitat), la rentabilité de la distribution traditionnelle est attendue en nette hausse. **Le ROC 2014 de la distribution traditionnelle ressort à 9,3 M€ selon nous (MOC de 5,8% vs 4,7% en 2013).**

- **La perte des magasins Habitat a été divisée par plus de deux en 2014** selon nous (-5,5 M€ vs -12,2 M€ en 2013) compte tenu des profondes restructurations du groupe (fermetures de magasins, synergies de coûts, mise en place des fonctions support). L'exercice 2014/15 va afficher une **nouvelle réduction de la perte sur Habitat** et signer la fermeture du dernier magasin en propre prévue à Paris (Boulevard des Capucines).

Cette phase de structuration des équipes et des magasins finalisée, Habitat entre dans une phase de développement et devrait être rentable en 2016.

Historique



Le spécialiste de la distribution de meubles dans les DOM TOM

Premier acteur de la grande distribution à s'être installé dans les DOM TOM, Cafom dispose d'une grande connaissance du marché dans ces départements et bénéficie d'une forte notoriété auprès de ses consommateurs. Le rachat de la marque Habitat en 2011 marque la volonté de Cafom d'étendre son activité à l'international avec l'ouverture de magasins en propre et en franchise en Europe, en Asie et au Moyen-Orient.

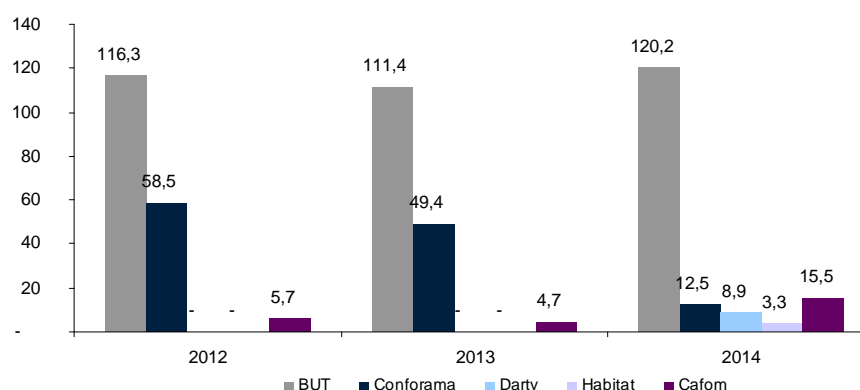
Désireux de répondre à la forte demande des consommateurs des DOM TOM pour les produits d'aménagement de la maison, Cafom signe un accord de franchise avec BUT, une des enseignes majeures du secteur. Le premier magasin ouvre ses portes en 1985 en Martinique. Les conditions de l'accord conclu entre les deux parties évoluent, le contrat de franchise est redéfini en un contrat de concession de marque.

Le contrat de franchise établi avec Conforama (noué en 2007) est arrêté fin 2013. L'arrêt des relations commerciales avec Conforama laisse place à un nouveau partenariat, avec Darty. Ce nouvel accord atteste de la capacité de Cafom à attirer en outre-mer de grandes marques dans le domaine de l'équipement de la maison.

Avec BUT (généraliste d'équipement de la maison), Habitat (fabricant de meubles design), et Darty (spécialiste des produits électroménagers), Cafom

présente une offre diversifiée et complémentaire lui permettant de renforcer sa position de leader en outre-mer.

Evolution du CA dans les DOM TOM par enseigne estimé (M€)



source: société / Euroland Corporate



Un contrat récurrent, mature

BUT est le troisième acteur français de la distribution de meubles. Avec un réseau de 283 magasins, l'enseigne se développe principalement via l'ouverture de magasins en franchise (48 nouveaux magasins dont 44 franchises en 2014 accompagnant la hausse de CA de 5% à 1,7 M€ hors DOMTOM).

Les 8 magasins opérés par Cafom dans les DOM TOM affichent un CA de plus de plus de 120 M€, soit 7,1% du CA du groupe BUT environ. Avec un savoir-faire de 30 ans dans les achats et la commercialisation des produits BUT, Cafom est un partenaire incontournable du réseau BUT avec des magasins générant un chiffre d'affaires moyen très élevé de 15 M€ (vs 6,5 M€ environ pour le reste du réseau selon nous).

Magasins BUT dans les DOM TOM

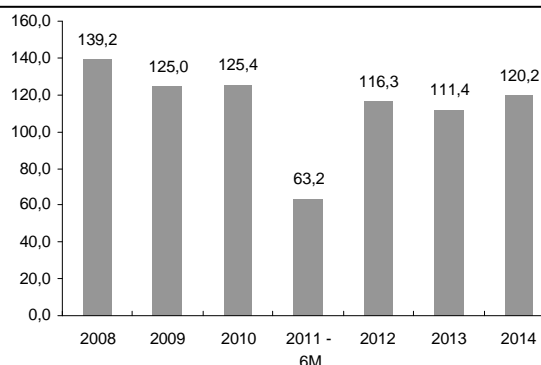
DOM TOM	Situation	Surface de vente en m ²	Commentaires
Guadeloupe	La Jaille	4 500	Vente de meubles bénéficie de la fermeture de Conforama et perte sur l'électroménager au bénéfice de Darty. Mix produit favorable à la marge brute.
	Gourbeyre	2 300	Stabilité de l'activité
Martinique	Le Lamentin	4 300	En progression
	Matoury	6 000	Croissance qui accompagne celle du marché guyanais.
Guyane	Kourou	900	Ancien Conforama, transformé en BUT. Croissance attendue compte tenu du changement d'enseigne.
	St laurent	1 500	Ancien Conforama, transformé en BUT. Croissance attendue compte tenu du changement d'enseigne.
Réunion	Saint-Denis	2 800	Stabilité devrait se transformer en croissance
	Saint-Paul	3 300	Stabilité

source: société / Euroland Corporate

L'accord de concession BUT signé en février 1997 procure à Cafom davantage de souplesse puisqu'il exonère le groupe du suivi des obligations relatives aux contrats de franchise dans le cadre des commandes groupées des produits de la collection BUT. Cafom passe ainsi par sa propre centrale d'achats pour les meubles et l'électroménager. **Parmi les franchisés de BUT, seul Cafom dispose de ce type de contrat.**

L'offre de l'enseigne BUT comprend des produits d'entrée-moyenne gamme à des prix compétitifs sur cinq grandes thématiques: séjour, cuisine, chambre, bureau et rangement. La plus grande partie des ventes des huit magasins BUT est générée par l'ameublement (canapés, literie, meubles salons, meubles chambre...) et les produits blancs (électroménager pour cuisine et salle de bain).

Chiffre d'affaires BUT depuis 2008 (M€)



source: société / Euroland Corporate Nb: changement de date de clôture sur l'exercice 2011 du 31 mars au 30 septembre. L'exercice 2011 est ainsi comptabilisé sur 6 mois.

La baisse du chiffre d'affaires à périmètre constant observée de 2008 à 2014 est à mettre en lien avec les difficultés rencontrées dans les DOM TOM, le ralentissement de la consommation et du marché immobilier (impact sur les dépenses de meubles, produits de décoration et électroménager). L'exercice 2013/14 marque un tournant avec un rebond du CA estimé à +7,9% à 120,2 M€ compte tenu de la transformation de deux magasins Conforama en BUT en Guyane et des aménagements réalisés en Martinique.

2013/2014 est marqué par la rupture d'un contrat historique avec Conforama au 31/12/2013 dans les DOM TOM et la mise en place d'un nouvel accord stratégique avec Darty. Le chiffre d'affaires Conforama 2013/14 ressort selon nous à 12,5 M€. Compte tenu de l'implantation du nouveau partenariat Darty et de l'ouverture de magasins Habitat sur la zone, Cafom devrait compenser rapidement le chiffre d'affaires et afficher des niveaux de marges comparables aux standards du secteur.



une nouvelle licence, prometteuse

Cafom et Darty officialisent en juillet 2014, la signature d'un accord de partenariat qui prévoit l'utilisation exclusive par Cafom de la licence Darty en outre-mer prévoyant l'exploitation de la marque en Martinique, en Guadeloupe, en Guyane, à la Réunion, à St-Martin et en Nouvelle-Calédonie.

Darty est un acteur de référence en France dans le domaine de la distribution d'appareils électroménagers, de matériel informatique et audiovisuel avec 224 points de vente et un CA de 2,7 Mds€ (+2,8% Ifl). Le positionnement de l'enseigne s'articule autour du triptyque : Prix (attractifs), Choix (plus de 12 000 références) et Services (plus de 4 000 collaborateurs dédiés aux SAV et aux plateformes de livraison).

Cafom va permettre à Darty d'intégrer un marché à fort potentiel compte tenu de son expérience dans les DOM TOM et va, dans le même temps, bénéficier d'une offre complémentaire à celle proposée par ses magasins BUT avec une plus grande profondeur de gamme sur l'électroménager.

A fin mars 2015, trois premiers magasins ont été inaugurés en Martinique (Le Lamentin), en Guadeloupe (Baie-Mahault) et en Guyane (Matoury). La communication effectuée autour de l'arrivée de Darty en outre-mer, combinée à une attente locale très forte, ont contribué à ce que ces ouvertures battent des records d'activité pour l'enseigne Darty.

Des ouvertures à la Réunion sont d'ores et déjà attendues pour le premier semestre 2015. A noter qu'une autre est également envisagée en Nouvelle-Calédonie

Etat des lieux des magasins Darty dans les DOM TOM

DOM TOM	Situation	Surface de vente en m ²	Commentaires
Guadeloupe	Baie-Mahault	1 850	Ouverture en juillet 2014 après deux mois de travaux. Surface à venir de 2 050 m ² avec l'implantation d'un corner Habitat.
Martinique	Le Lamentin	1 600	Ouverture en mai 2014. Ancien étage But transformé en Darty
Guyane	Matoury / Family Plaza	1 100	Ouverture octobre 2014
Réunion	Saint-Denis	1 500	Ouverture S1 2015
Réunion	Saint-Pierre	1 700	Ouverture 2016

source: société / Euroland Corporate

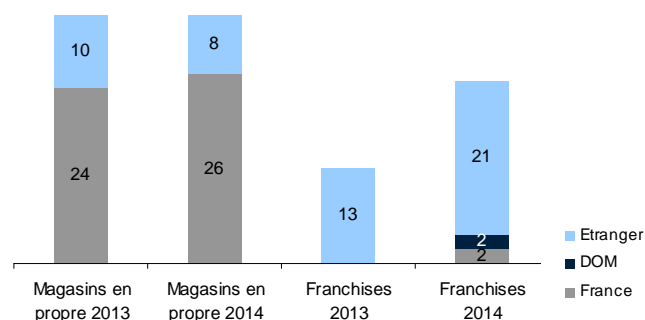
Sur l'exercice 2013/14, Darty a généré 8,9 M€ selon nous et devrait poursuivre sa croissance à la fois en organique et via de nouvelles ouvertures. L'activité sous enseigne Darty se distingue par : 1/ une augmentation du chiffre d'affaires lié au Service Après Vente, 2/ une hausse des ventes de produits blancs/bruns et petits électroménagers, moins générateurs de marge que les meubles/produits déco. La marge brute de l'activité Darty devrait ainsi ressortir un peu en deçà de celle de BUT.

habitat montée dans la chaîne de valeur

En 2011, Cafom fait l'acquisition de l'enseigne Habitat et de ses 38 magasins situés en Europe continentale (hors Royaume-Uni) pour 4,3 M€ auprès du fonds de restructuration Hilco (qui en avait fait l'acquisition en 2009 auprès de la famille Kamprad, propriétaire d'Ikea). En 2010, Habitat avait réalisé un chiffre d'affaires de 140 M€ pour une perte nette de -6 M€.

L'acquisition de Habitat Europe Continentale en 2011 a permis à Cafom de monter dans la chaîne de valeur en intégrant une marque avec son réseau de distribution et d'internaliser une partie de la marge. Sur les exercices 2012 et 2013, le groupe s'est attaché à reconstruire les fonctions supports de Habitat en France, à repositionner la marque et à procéder à la revue stratégique du périmètre (fermeture de magasins). Habitat est désormais tourné vers le déploiement de son réseau en franchise et la croissance à périmètre constant de ses magasins.

Répartition du nombre de magasins Habitat 2013 et 2014



source: société / Euroland Corporate

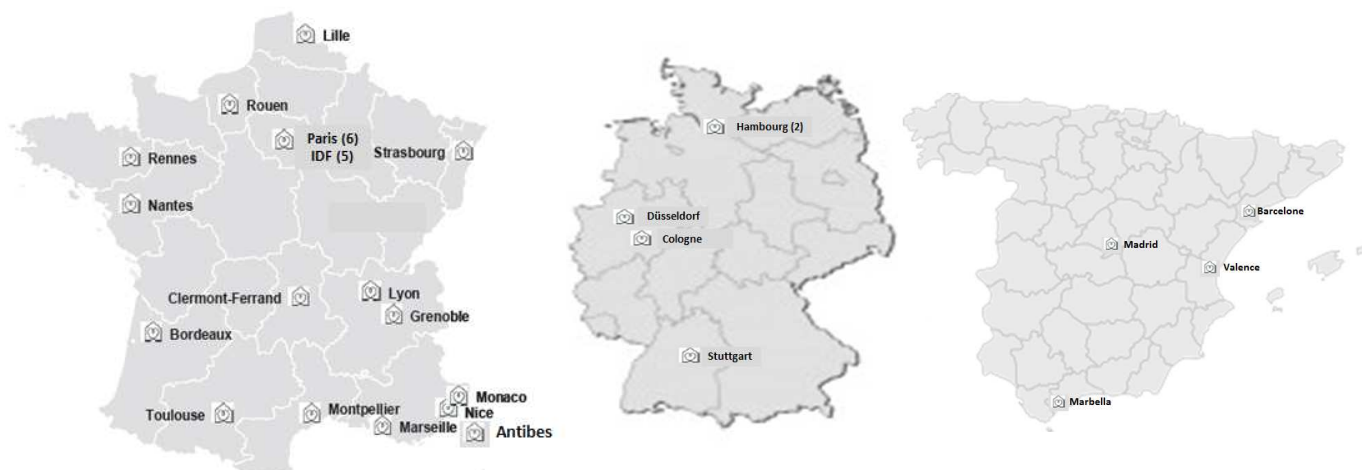
En tant que propriétaire de la marque Habitat, Cafom gère, au 30/09/2014, 59 magasins dont 34 en propre basés en France, en Allemagne, en Espagne et à Monaco. Le réseau est complété par 25 franchisés implantés en Belgique, Luxembourg, Norvège, Suède, Islande, Turquie, Grèce, Malte et Monténégro.

La stratégie de développement de Habitat réside dans l'ouverture d'une vingtaine de magasins en franchise d'ici septembre 2017. En septembre 2014, Habitat a affiché une hausse de son chiffre d'affaires de 4,9% à 141,3 M€ (dont 138,0 M€ hors DOM TOM, +2,4%) dont 91% générés par ses magasins en propre et 9% par les franchisés.

Afin d'accélérer le développement international de la marque et de réduire les coûts de structure impactant le groupe, **Cafom décide une réorganisation du périmètre d'activité d'Habitat visant à privilégier la franchise.**

Cette restructuration stratégique conduit le groupe à fermer plusieurs magasins déficitaires détenus en propre et dont la contribution en terme de chiffre d'affaires global est négligeable (<5% du CA Habitat): Forum des Halles à Paris, à Dijon, en Espagne dans les villes de Barcelone, Madrid et Bilbao.

Répartition des boutiques détenues en propre en mars 2015



source: société / Euroland Corporate

Cafom entend augmenter le nombre de boutiques en propre installées en France, en Espagne et en Allemagne. Ses boutiques permettront au groupe de rester proche des attentes consommateurs, de tester de nouveaux concepts et de nouveaux produits ainsi que de bénéficier d'une source de rentabilité complémentaire pour le groupe.

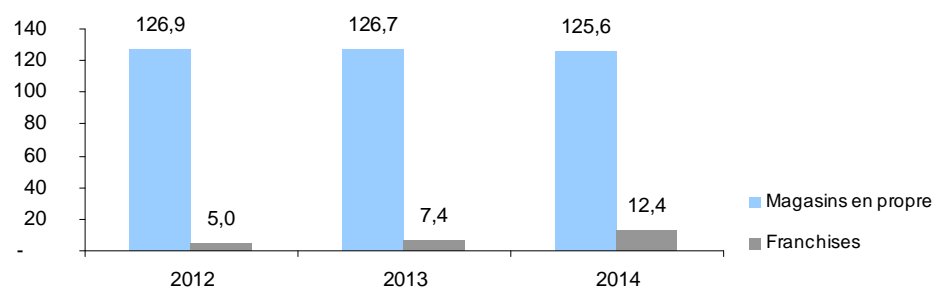
Les boutiques détenues en propre font en moyenne 1 862 m² et sont situées en centre ville pour la plupart. **Cafom est propriétaire des murs de Lyon et de Montparnasse et loue ses autres emplacements** à travers des baux de 11,6 ans en moyenne.

Un développement rapide de la franchise à l'international

Avec 25 magasins en franchise fin 2014, Habitat a affiché un CA de 15,4 M€ (dont 3 M€ dans les DOM et 12,4 M€ à l'étranger) permettant de générer une contribution nette un peu inférieure à 15% selon nous. Les revenus comptabilisés chez Cafom auprès des franchisés sont générés via :

- Une commission de 5% du chiffre d'affaires du franchisé avec une facturation au trimestre qui couvre l'utilisation de la marque,
- Un reversement de 1,0% du chiffre d'affaires du franchisé si celui-ci opte pour le système de caisse,
- Une enveloppe fixe à l'entrée de 50 k€ environ comprenant le droit d'entrée (30 k€), la formation initiale (10 k€) et l'assistance technique (10 k€),
- Les achats réalisés auprès de la centrale d'achats Cafom Distribution et Cafom Marketing & Services.

Evolution du chiffre d'affaires des magasins en propre et des ventes aux franchisés (M€)



source: société / estimations semestrielles Euroland Corporate

* A noter que le chiffre d'affaires des magasins Habitat dans les DOM TOM sera comptabilisé dans le segment « Activités traditionnelles » dans les comptes de Cafom et que le chiffre d'affaires internet de Habitat est comptabilisé dans le segment Habitat.

L'évolution du chiffre d'affaires de Habitat (hors Dom TOM) reflète sa stratégie de déploiement en franchise (CA en hausse de 67,6% à 12,4 M€ en 2014) et la fermeture des magasins en propre déficitaires (CA de 125,6 M€, -0,9%).

Plan de fermeture des magasins en propre 2012/2015

Lieu	Date fermeture
Paris/Capucines	S1 2015
Paris/Forum des Halles	S1 2013
Barcelone	S1 2013
Madrid	S1 2013
Bilbao	S1 2013
Dijon	S1 2012

source: société / Euroland Corporate

Habitat a ouvert en octobre 2013 un magasin en propre dans le centre commercial d'Aéroville afin de bénéficier directement de l'affluence de la zone.

A nombre de magasins constant, Habitat entend porter la croissance de son chiffre d'affaires à travers l'évolution de son positionnement et la valorisation de son offre. Les magasins Habitat offrent une palette moyenne/haute gamme d'ameublement et d'accessoires qui se renouvelle tous les deux ans via un studio de design en interne et des partenariats avec des designers externes (studio Mallet-Stevens, la marque Terre Etoilée, ou encore Thierry Marx). L'enseigne procède également à la réédition d'anciens modèles tels que le canapé stop-in créé par Terence Conran en 1974.

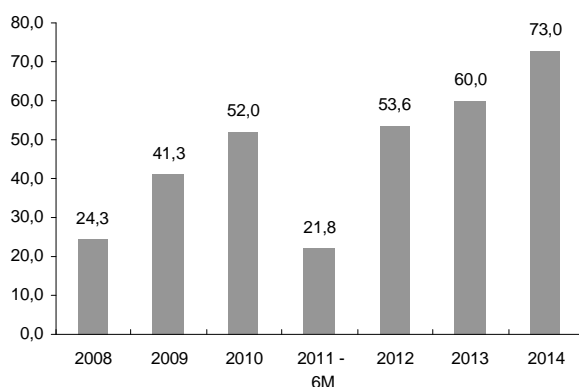
Compte tenu de la montée en puissance des magasins en propre et surtout du déploiement des magasins en franchise, le point mort opérationnel devrait être atteint courant 2016 sur la marque Habitat.

Un portefeuille de sites internet complémentaires et performants



Avec une expérience de 20 ans dans la distribution et les achats de mobilier à travers le monde, Cafom s'est lancé avec succès dans la vente par internet en BtoC (Vente-Unique.com, Diamant-Unique.com) et en BtoB (Directlowcost.com) à partir de 2006.

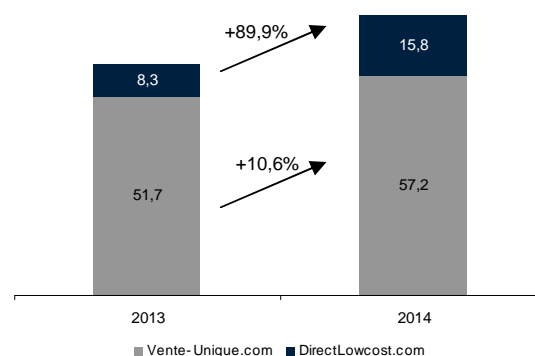
Evolution du chiffre d'affaires e-commerce



source: société / Euroland Corporate. *Nb: changement de date de clôture sur l'exercice 2011 du 31 mars au 30 septembre. L'exercice 2011 est ainsi comptabilisé sur 6 mois.*

A noter l'intégration à 100% de DirectLowcost à partir du 01/10/2014 (vs 70% auparavant)

Répartition 2013 et 2014 (M€)



source: société / Euroland Corporate

A noter l'intégration à 100% de DirectLowcost à partir du 01/10/2014 (vs 70% auparavant)

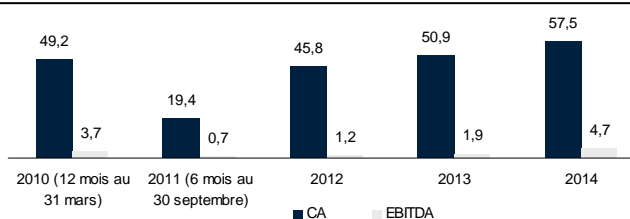
La croissance du e-commerce est portée par la hausse des revenus en BtoC et en BtoB. 2014 affiche un chiffre d'affaires en hausse de 21,6% à 73,0 M€ compte tenu de l'intégration à 100% de DirectLowcost.com (CA de 15,8 M€, +36% à périmètre comparable) et d'une très bonne dynamique sur Vente-Unique.com à +10,6% à 57,2 M€ en organique.

VENTE-UNIQUE.com une pépite du e-commerce du meuble

Créé en 2005, Vente-unique.com est un des leaders de la vente de mobilier à prix discount sur internet. Détenu à hauteur de 91,88% par Cafom (7,99% par Sacha Vigna et 0,13% par des salariés), le site est une branche complémentaire de distribution pour le groupe spécialisé dans les achats de mobilier. **La société devait s'introduire en bourse en septembre 2014 mais le projet est en suspend compte tenu des conditions de marché sur le S2 2014.**

Initialement dédié à la vente flash hebdomadaire de canapés en cuir, le site propose désormais une sélection de canapés en cuir, de mobilier de bureau, de meubles de cuisine / salle de bains et d'autres équipements de la maison. La société a connu une période de croissance rapide de 2006 à 2009 qui l'a incité à ouvrir un entrepôt logistique de 22 000 m² à Criquebeuf-sur-Seine en 2011 (opéré par Kuehne + Nagel). Les principaux investissements corporels sont ainsi réalisés en 2010 et 2011 et ont eu une répercussion sur les livraisons à court terme et le chiffre d'affaires en 2012. Les années 2013 et 2014 marquent le retour à la croissance du chiffre d'affaires et à la rentabilité.

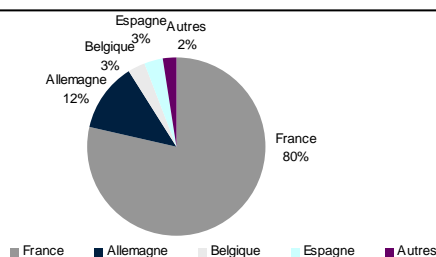
Evolution du CA et de l'EBE 2010-2014e



source: Document de base juillet 2014 / Vente-Unique.com comptes sociaux l'essentiel de l'activité de la Société est réalisé au niveau de la société Vente-Unique.com S.A. L'activité de son unique filiale Venta-Unica (à ce jour mise en sommeil opérationnel) étant non significative (Chiffre d'affaires au 31 mars 2014 de 2,0 M€ pour un résultat de -0,02 M€), la Société n'établit pas de comptes consolidés

Avec une première implantation à l'étranger en 2008 (Espagne), puis en Allemagne (2010), Vente-unique.com est désormais présent dans 7 pays avec la Belgique (2012), la Suisse (2013), l'Autriche (2013) et le Luxembourg (2013). Le chiffre d'affaires de Vente-Unique.com est réalisé à 78,6% en France, le solde se répartissant entre l'Espagne, l'Allemagne, la Belgique et l'Autriche. La Suisse et le Luxembourg commencent à contribuer au chiffre d'affaires depuis fin 2013.

Répartition géographique du CA estimé au 30/09/2014



source: Document de base juillet 2014 Vente-Unique.com / comptes sociaux audités

La croissance de Vente-Unique.com est ainsi portée par l'internationalisation de son offre, rendue possible avec l'achèvement de la plateforme logistique.

A structure comparable, Vente-Unique.com entend doubler son chiffre d'affaires d'ici 2019 (soit un CA proche de 100 M€) en renforçant sa présence à l'international, le trafic sur ses sites, son taux de transformation et son panier moyen.

Le trafic s'établit en moyenne à 1,3 million de visites en France par an pour un taux de transformation autour de 0,7% et un panier moyen TTC de 420€. Il est autour de 380€ en Espagne et de 450€ en Allemagne.

Les produits proposés sur Vente-unique.com sont presque tous issus des propres collections de mobilier (dessinées par un designer employé par la société) permettant de dégager des marges plus importantes qu'avec des produits de marques tiers.

Marge brute Vente-Unique.com sur marchandises

	2013	2014
Chiffre d'affaires marchandises	42,6	47,3
Achats de marchandises	26,6	31,0
Variation de stock	-0,8	1,7
Marge Brute	15,3	18,0
<i>Taux de marge brute</i>	<i>35,8%</i>	<i>38,0%</i>

source: société / Euroland

Le développement du chiffre d'affaires est corrélé à la stratégie d'acquisition de trafic mise en place par Vente-Unique.com. Le site fait appel à tous les leviers d'acquisition de trafic digitaux (SEO, SEM, comparateurs, display, programmes emailing...). Avec une équipe de trafic managers en interne, Vente-Unique.com internalise un levier important de la marge opérationnelle après une vague de campagnes d'acquisitions massives (investissement de 2,5 M€ amortis sur 5 ans pour la première fois en 2012/13).

Concernant le sourcing et la logistique, Vente-Unique.com bénéficie du savoir-faire du groupe Cafom, un avantage concurrentiel de taille puisqu'il lui permet d'acheter à un bon rapport qualité/prix et d'en faire bénéficier les internautes. Cafom facture ainsi une commission pour les prestations réalisées (entre 3,1% et 4,5% des achats sourcés HT).

Un autre site de vente en BtoC entre dans le périmètre de Vente-Unique.com, Diamant-unique.com (lancé en 2007), peu stratégique pour le groupe (CA de 0,6 M€ en 2012/13)



Création de valeur sur le savoir-faire achats

Créé en 2008, Directlowcost.com est une plateforme de vente réservée aux professionnels de l'ameublement. Intégrée au groupe Cafom à hauteur de 100% depuis le 01/07/2014 (vs 70% précédemment), Directlowcost.com fait bénéficier les professionnels du meuble de son savoir-faire en termes de sélection des produits, de négociation des prix et de solutions logistique. Les compétences acquises dans les centrales d'achats et de sourcing de Cafom (« Cafom Distribution », « Cafom Marketing & Services » et « Cafom Sourcing ») sont ainsi monétisées à l'extérieur du groupe.

Le groupe adresse son offre à des revendeurs ou des GMS dans 60 pays et assure un suivi quotidien via ses antennes sur place. Via le site, Directlowcost.com, Cafom peut par ailleurs identifier des acteurs locaux susceptibles de développer la franchise Habitat. Avec un chiffre d'affaires 2013/14 de 15,8 M€, DirectLowcost.com devrait voir augmenter son chiffre d'affaires et contribuer favorablement à la génération de résultat.

Sourcing, achat et logistique: la clé de voûte des filiales de Cafom

Cafom s'emploie à optimiser sa logistique et ses achats afin d'en faire profiter l'ensemble de ses enseignes physiques et internet.

Un sourcing maîtrisé pour le groupe via Cafom Sourcing

Implanté en Chine, « Cafom Sourcing » (détenu à 100% par Cafom) est le bureau de sourcing du groupe Cafom ainsi que pour l'ensemble de ses filiales (Habitat, Vente-Unique.com et DirectLowcost). Sa connaissance des fournisseurs, essentiellement chinois, lui permet de raccourcir le circuit d'approvisionnement, de bénéficier de prix avantageux, de contrôler la qualité mais surtout de renforcer ses niveaux de marges.

Au-delà des relations entretenues au quotidien avec les fournisseurs (visites d'usines, analyse d'échantillons de produits), Cafom Sourcing a pour mission d'assurer l'organisation du transport des marchandises (le contrôle qualité avant mise en container des articles, le dédouanement, le paiement des expéditions).

Cafom Sourcing compte 99 personnes dont 80 en Chine (plateforme de sourcing basée à Shenzhen), 10 en Indonésie et 9 au Viet Nam.

Des centrales d'achats puissantes et reconnues

Cafom a développé une expertise forte dans le sourcing et la livraison client avec un savoir-faire spécifique en import/export et un maillage territorial fort qui permet de livrer le client au plus vite.

« **Cafom Distribution** » (détenue à 100% par Cafom, 11 personnes en France) est la centrale d'achat de meubles en Asie et en Europe de l'Est et bénéficie d'un volume d'achat important pour BUT, Habitat, Vente-unique.com et DirectLowcost.com.

« **Cafom Marketing & Services** » est en charge des achats sur tout l'électroménager du groupe en dehors des magasins Darty pour lesquels Cafom se source directement auprès de la centrale d'achat Darty.

En ligne avec sa volonté de maîtriser sa logistique, le groupe Cafom dispose de plusieurs entrepôts où les marchandises sont stockées et préparées pour envoi.

- **L'entrepôt de Saint-Ouen-l'Aumône** (26 000 m²), détenu en propre, est utilisé pour gérer l'activité de Habitat

- **L'entrepôt de Criquebeuf-sur-Seine** (22 000 m²) est loué pour l'activité de Vente-Unique.com. Sa gestion est confiée à Kuehne + Nagel, un des leaders mondiaux de la logistique.

Cafom entend déménager l'activité de ces deux entrepôts dans un entrepôt commun de 58 000 m² à Amblainville d'ici l'été 2016 afin de mutualiser les coûts (1,5 M€ de coûts en moins estimé par an). L'entrepôt de Saint-Ouen-l'Aumône pourrait être loué.

- **L'entrepôt de Shenzhen**, en Chine (5 000 m²) et géré par VGrow, entrepouse les références de Directlowcost.com.

- Quant à l'activité traditionnelle de Cafom aux DOM TOM, le groupe compte des **entrepôts en Guadeloupe** (12 000 m²), **en Martinique** (14 000 m²), **en Guyane** (10 000m²), **à la Réunion** (6 000 m²).

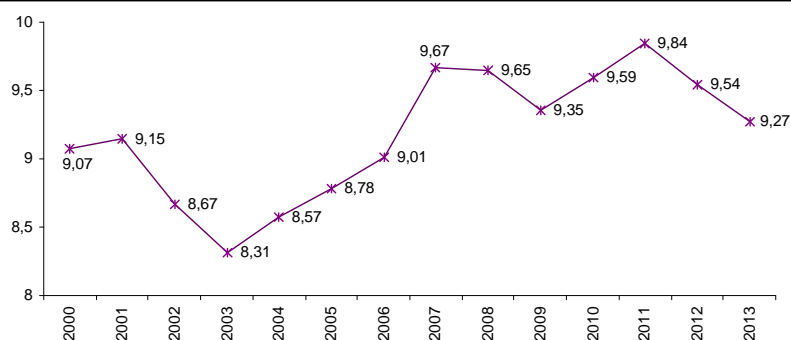
Afin de minimiser les coûts de transports, Cafom fait appel à une bourse de fret, une place de marché sur internet dont l'objectif est l'optimisation des livraisons de produits pour le transporteur, en évitant par exemple les voyages avec des chargements incomplets.

Cafom: un positionnement porteur sur des marchés contrastés

Cafom réussit à tirer son épingle du jeu dans un marché de l'ameublement généralement en difficulté compte tenu des éléments suivants: 1/ en outre-mer, les achats permettent de proposer des produits d'ameublement à bas prix pour une bonne qualité dans le réseau BUT et de résister à la crise, 2/ l'implantation de Darty répond à une demande en produits électroménager et gris insatisfaite dans les DOM TOM, 3/ l'enseigne Habitat se positionne sur du moyen/haut de gamme à prix accessible et se développe sur une structure légère (franchise), 4/ une partie croissante du chiffre d'affaires est générée par internet, secteur qui affiche des taux de croissance élevés, 5/ Cafom s'oriente vers une diversification géographique porteuse avec le développement de zones à forte croissance (Moyen Orient, Asie).

En 2013, le marché de l'ameublement en France est estimé à 9,3 Mds€, en baisse de 2,9% (plus bas niveau depuis 2009). L'environnement économique défavorable tire le marché de l'ameublement vers le bas depuis 2011. La pression sur le pouvoir d'achat des ménages a contraint ces derniers à effectuer des arbitrages au niveau de leurs achats, privilégiant les articles en promotion, de prix inférieur. L'acquisition de mobilier se faisant principalement lors des déménagements, la baisse des transactions immobilières et des constructions de logements neufs pèsent également sur le marché du meuble.

Evolution du marché du meuble en France (en Md€)



source: FNAEM

Après une embellie des ventes en juillet/août 2014, le marché du meuble a renoué avec sa tendance long terme (-2,8% en septembre et -2,9% en octobre 2014). Compte tenu des perspectives de chômage (10% en 2015 et 10,1% en 2016 selon l'OCDE) et d'un marché immobilier mal orienté, la demande globale de meubles est attendue en baisse. Seules les stratégies des acteurs pourront, dans ce cadre, faire évoluer la consommation.

Aucun segment d'activité n'échappe aux difficultés qui frappent le secteur à l'exception de la literie (+1,6%, qui bénéficie des retombées des nombreuses opérations promotionnelles mises en place par la grande distribution). Le segment « canapés, fauteuils, banquettes » doit faire face à une concurrence accrue en ligne et à des politiques de prix agressives menées par la grande distribution.

Evolution en valeur par famille de produits (Mds€)

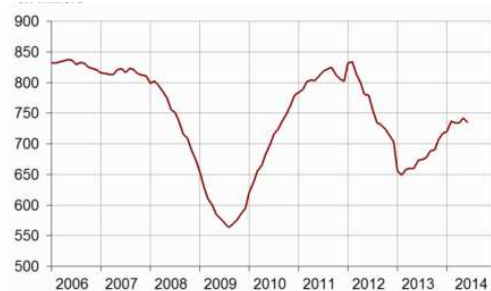
	2013	Evolution 2013/2012	Structure du marché 2013
Meuble meublant	3,1	-5,4%	33,5%
Meuble de cuisine	2,36	-1,0%	25,5%
Canapé, fauteuils, banquettes	2,25	-3,4%	24,3%
Literie	1,16	+1,6%	12,4%
Meuble de salle de bains	0,27	-4,0%	2,9%
Meuble de jardin	0,13	-5,3%	1,4%
Total	9,27	-2,9%	100%

source: IPEA

Un marché généralement soutenu par le secteur immobilier

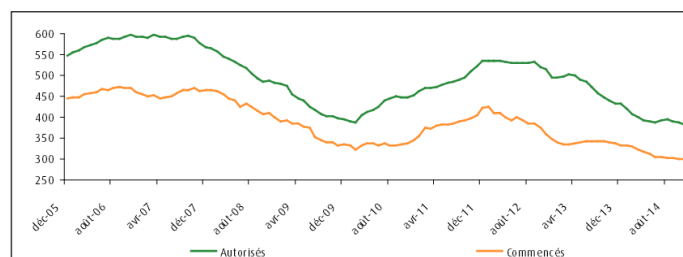
Le marché de l'ameublement est fortement corrélé à la situation du secteur immobilier. L'emménagement dans de nouveaux logements est souvent synonyme de renouvellement de mobilier or, le secteur souffre depuis plusieurs années de la morosité économique. Après une légère reprise du nombre de transactions dans l'ancien en 2013, l'heure est à la stabilisation au T2 2014 avec un nombre de 735 000 transactions effectuées au cours des douze derniers mois. Dans la même veine, en novembre 2014, le nombre d'autorisations livrées pour la construction de logements neufs a baissé de 11,9% à 381 701 logements (source SOeS). A noter que 2015 pourrait afficher un certain fléchissement dans la baisse des constructions neuves avec les nouveaux avantages fiscaux (Loi Pinel) et l'accès élargi au prêt à taux zéro.

Nombre de transactions de logements anciens cumulé sur 12 mois (en milliers)



source: CGEDD-Meedom d'après bases notariales et DGFiP

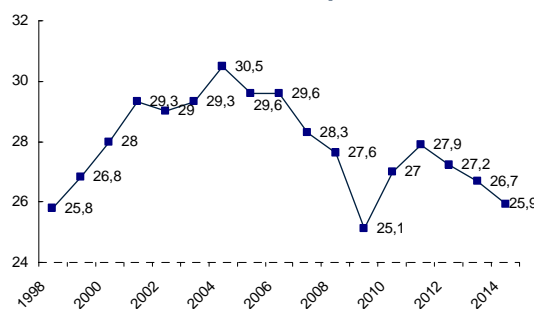
Nombre de logements neufs cumulés sur 12 mois (en milliers)



source: SOeS, Sit@del2

Dans le même temps, le taux de mobilité des locataires était attendu en baisse à 25,9% en 2014 (-0,8 point). Il devrait rester stable dans un contexte où baisse de pouvoir d'achat et hausse du chômage incitent les locataires à repousser leur projet de mobilité.

Mobilité résidentielle du parc locatif



source: Clameur

Les ménages français ont effectivement connu une nouvelle baisse de leur pouvoir d'achat en 2013 (-0,9%) ce qui les a conduit à arbitrer dans leurs dépenses et à repousser les achats de renouvellement immobilier autant que possible.

Le léger mieux en terme de pouvoir d'achat reste encore fragile avec une hausse de 0,5% au T1 2014, 0,3% au T2 et 0,4% au T3 2014 du pouvoir d'achat sur revenu disponible.

Les magasins spécialisés résistent mieux à la crise en France

Malgré un contexte compliqué, certains distributeurs de meubles tirent leur épingle du jeu, notamment ceux proposant des prix attractifs et des positionnements de spécialistes (cuisinistes).

Circuits de distribution	Part de marché	CA 2013 (Mds €)	Var 2013/2012
Equipement du foyer	27,1%	2,51	-0,3%
Jeune habitat	22,8%	2,11	-4,2%
Ameublement milieu de gamme (1)	11,1%	1,03	-5,7%
Spécialistes cuisine	11,9%	1,1	+0,2%
Ameublement haut de gamme	4,0%	0,37	-4,8%
Artisans	4,0%	0,37	-5,0%
Spécialistes salon	2,2%	0,21	-5,0%
Autres magasins spécialisés (2)	4,7%	0,44	-1,5%
Total circuits spécialisés	87,8%	8,14	-2,6%
Vente à distance	3,6%	0,33	-11,1%
Grande surface de bricolage	4,1%	0,38	-0,8%
hypermarchés	1,2%	0,11	-7,0%
Grands magasins	0,5%	0,05	-14,9%
Autres circuits non spécialisés (3)	2,8%	0,26	-0,1%
Total circuits non spécialisés	12,2%	1,13	-5,1%
TOTAL	100,0%	9,27	-2,9%

source: IPEA

(1) Spécialistes ameublement et petits généralistes

(2) Spécialistes literie, meubles anglais, placard

(3) Quincailleries; solderies, boutiques de décoration, magasins corporatifs

Les enseignes d'ameublement milieu de gamme et haut de gamme sont encore touchées par le report d'achat et par un déficit de fréquentation mais certaines enseignes, jouant la différenciation, parviennent à progresser.

Sur ce marché physique, Habitat a un positionnement unique moyen/haut de gamme qui lui permet de se démarquer de ses concurrents. Dans les DOM TOM, les magasins Darty ne souffrent pas de concurrence directe compte tenu de la profondeur de sa gamme.

Avec une part croissante de son chiffre d'affaires réalisés sur internet (57,2 M€ par Vente-Unique.com et 15,8 M€ par Directlowcost.com), Cafom se positionne également sur le marché porteur du e-commerce du meuble.

Dynamisme des ventes par internet en Europe

En 2013, le marché français du e-commerce a atteint 51,1 Mds€ en hausse de +13,5% via 600 millions de transactions et un panier moyen de 84,50 € (-3,5%) (Fevad). La part de marché hors alimentaire continue de progresser et représente 8% du commerce de détail en 2013. Le CA généré par le e-commerce au T2 2014 ressort en hausse de 10,5% à 13,3 Mds€ (+13,5% des volumes et -3% des prix avec un panier moyen de 82€). Une croissance à deux chiffres était attendue sur le reste de l'année 2014.

D'après l'Observatoire des Usages Internet de Médiamétrie, près de 35 millions d'internautes ont effectué des achats sur internet au T3 2014 soit 2,2 millions de cyberacheteurs supplémentaires en un an. Cette hausse de 7% (vs +2% pour le nombre d'internaute) **reflète un comportement nouveau des internautes qui se tournent plus rapidement vers le e-commerce.**

En 2013, la France se trouve ainsi à la 3ème place du commerce en ligne en Europe après le Royaume-Uni (CA de 107 M€) et l'Allemagne (63,4 M€) et à la 6ème place dans le monde (1 552 Md€ en croissance de +23,6%).

La société estime que 10% environ des ventes de meubles en Europe s'effectueront en ligne, soit un marché adressable de 5 Mds€ en Europe (à comparer à la part de marché estimée par E-commerce Europe de 9,5% de l'internet dans le retail en Europe de l'ouest).

Part de la vente de biens sur internet dans la distribution (%)

	2013
Europe	5,7%
dt Europe de l'Ouest	9,5%
dt Europe Centrale	7,0%
dt Europe du Sud	2,3%
dt Europe du Nord	7,2%
dt Europe de l'Est	2,1%
Amérique du Nord	7,5%
Amérique Latine	3,0%
Asie Pacifique	5,3%
MENA	1,7%
BRICS	2,6%

source: Estimations Ecommerce Europe

En exploitant des franchises BUT et Darty, en détenant la marque Habitat et en étant présent sur le marché internet du BtoC avec Vente-Unique.com et du BtoB avec Directlowcost.com, le groupe Cafom est armé pour faire face à une concurrence nombreuse et segmentée. Son expertise en matière d'approvisionnement et sa connaissance des habitudes de consommation en outre-mer lui procurent un avantage de taille.

Avec des perspectives 2015 mitigées pour le marché de l'ameublement. Cafom devrait néanmoins bénéficier d'un arbitrage de consommation favorable concernant les achats de meubles, les produits les moins onéreux devraient en effet mieux résister et être privilégiés par les ménages et les professionnels.

Perspectives stratégiques et financières

Le retour à la rentabilité opérationnelle en 2014 (ROC de 7,8 M€ vs -3,6 M€ en 2013), signe l'entrée de Cafom dans une étape d'accélération de son développement après trois années consacrées à la restructuration du réseau. Concernant la distribution physique, Cafom entend: 1/ développer sa croissance à périmètre comparable compte tenu des travaux de rénovation réalisés dans les magasins, du repositionnement de la marque Habitat et 2/ augmenter la taille de son réseau en franchise. Concernant la distribution par internet, Vente-Unique.com devrait continuer de bénéficier de son savoir-faire en termes de génération de trafic et d'achats et Directlowcost devrait bénéficier de sa notoriété en hausse. **Nous attendons ainsi un taux de croissance annuel moyen du CA entre 2014 et 2017 de 8,5% et une rentabilité du groupe renforcée (MOC de 5,3% en 2017 vs 2,1% en 2014)**

Optimisation du réseau, hausse du nombre de franchises Habitat

- **La rationalisation du réseau Habitat** débutée il y a deux ans porte ses fruits avec une croissance en organique de 1,8% des magasins en propre sur l'exercice 2014 (-0,9% en reporté à 125,6 M€). La cession du magasin Habitat Capucines à Paris prévue au T2 2014/2015 et les plus importants travaux de rénovation des magasins en propre désormais réalisés (près de 2,5 M€ en 2013/14 investis dans le magasin de Barcelone et l'ouverture de Aéroville notamment), le réseau en propre devrait renouer durablement avec la croissance organique (+2% entre 2014 et 2017 selon nous). Cafom entend développer ce réseau en fonction d'opportunités de bail et prévoit d'ores et déjà l'ouverture de 3 magasins en Allemagne et 4 en France en 2014/15.

Evolution du CA par magasin en propre

	2014	2015e	2016e	2017e
Magasins en propre	3,4	3,6	3,7	3,8
dont France + Monaco	3,5	3,6	3,7	3,7
dont Espagne	3,4	3,4	3,5	3,6
dont Allemagne	2,9	2,9	3,0	3,1

source: Euroland Corporate

- **Le réseau devrait s'enrichir d'une vingtaine de points de vente en franchise** entre septembre 2014 et 2017 afin d'atteindre une taille critique de plus de 40 franchisés Habitat. L'expansion va se faire prioritairement à l'international afin de bénéficier de l'image de la marque. Avec une hausse du nombre de franchisés, des versements et des achats auprès de Cafom (centrale d'achat de Habitat), nous attendons une hausse annuelle moyenne du CA franchisés de 39,9% entre 2014 et 2017.

Evolution du nombre de magasins Habitat 2014/2017

	2014	2015e	2016e	2017e
Magasins en propre	34	41	41	41
dont France + Monaco	26	30	30	30
dont Espagne	4	4	4	4
dont Allemagne	4	7	7	7
Magasins en franchise	25	40	46	51
dont France	2	6	6	6
dont DOM	2	4	4	5
dont Europe	21	24	24	24
dont Asie	0	3	7	9
dont autres	0	3	5	7
Total	59	81	87	92

source: Euroland Corporate

Compte tenu des perspectives de croissance attendues dans les magasins en propre et en franchise, nous attendons une hausse annuelle moyenne du chiffre d'affaires Habitat (hors DOM TOM) de 9,0% entre 2014 et 2017 à 178,6 M€. A noter que les revenus complémentaires liés aux licences et à la carte Habitat devraient également nourrir la croissance.

Evolution du chiffre d'affaires Habitat 2014 / 2017 (hors DOM TOM)

Chiffre d'affaires (M€)	2 014	2015e	2016e	2017e
Magasins Habitat	138,0	155,8	172,0	178,6
dont magasins en propre	125,6	131,4	141,1	143,9
dont franchises	12,4	24,1	30,4	33,9
dont autres (carte Habitat...)	0,0	0,3	0,5	0,7

source: Euroland Corporate

La contribution du chiffre d'affaires franchisés (19,0% du CA 2017 vs 9,0% en 2014) va améliorer la rentabilité du réseau compte tenu d'une contribution nette estimée à 14%. Nous attendons ainsi une MOC de 5,2% à horizon 2017.

Evolution du ROC Habitat 2014 / 2017 (hors DOM TOM)

ROC (M€)	2 014	2015e	2016e	2017e
Magasins Habitat	-5,5	-0,8	6,8	9,3
dont magasins en propre	-7,2	-3,8	3,0	5,0
dont franchises	1,7	2,9	3,6	4,1
dont autres (carte Habitat...)	0,0	0,1	0,2	0,3

source: Euroland Corporate

Optimisation du réseau BUT, montée en puissance de Darty et du SAV dans les DOM TOM

La rénovation des magasins dans les DOM (pour un montant de 4,3 M€ en 2013/14) va permettre aux magasins BUT de renouer avec la croissance en organique et aux magasins Darty implantés de compenser rapidement la baisse de chiffre d'affaires liée à l'arrêt du partenariat avec Conforama.

Après une baisse annuelle moyenne de -1,0% sur le réseau BUT entre 2010 et 2014, nous attendons un TCAM du chiffre d'affaires de 4,6% (incluant les nouveaux BUT installés à la place de Conforama en Martinique et en Guyane). La croissance moyenne en organique sur les magasins BUT est attendue autour de +3,0%.

Les magasins Darty, qui ont généré un CA de 8,9 M€ en 2013/14 selon nous avec deux ouvertures en mai et juillet 2014 (Guadeloupe, Martinique) devraient atteindre un CA de 40 M€ en 2014/15 avec ces magasins et bénéficier des ouvertures à la Réunion et en Guyane sur l'exercice puis de celle en Nouvelle Calédonie. Nous attendons ainsi un CA de 50 M€ à l'horizon 2017 sur cette enseigne.

Evolution du nombre de magasins dans les DOM TOM 2014/2017

	2014	2015e	2016e	2017e
BUT	8	7	7	8
Darty	2	4	4	5
Habitat	2	4	4	5
Autres	4	4	4	4
Total	16	19	19	22
Chiffre d'affaires (M€)	160,0	182,5	187,9	194,5

source: Euroland Corporate

Avec un peu moins de 2,0 M€ de chiffre d'affaires générés par le service après-vente en 2014, nous estimons que la mise en place du réseau Darty va contribuer favorablement à la hausse du SAV et porter la génération de marge. Nous attendons ainsi une hausse annuelle moyenne du CA des magasins dans les DOM TOM de 6,7% entre 2014 et 2017 avec une MOC de 4,0% en 2017.

Accélération de la croissance sur internet

Cafom affiche un taux de croissance annuel moyen de son chiffre d'affaires e-commerce élevé entre 2010 et 2014 (+8,9% à 73,0 M€), porté par l'internationalisation de l'offre de Vente-Unique.com, la structuration de la logistique, un sourcing optimisé via les centrales d'achats et de sourcing de Cafom, un marketing digital et une plateforme IT propriétaire performante ainsi que la croissance de Directlowcost.com.

Porté par le marché de la vente par internet en BtoC et l'ambition de croissance à l'international, le management communique sur une guidance de doublement (à minima) du chiffre d'affaires de Vente-Unique.com d'ici 2019, soit environ 100 M€. Compte tenu des perspectives, nous attendons un TCAM du chiffre d'affaires de Vente-Unique.com de 10,0% entre 2014 et 2017.

La vente de meubles en BtoB par Directlowcost.com devrait également se poursuivre à un rythme rapide compte tenu de l'appétence du marché pour les meubles à bas prix, de la puissance des centrales d'achats de Cafom et d'un marketing online optimisé (notamment via un référencement naturel efficace réalisé en interne).

Compte tenu des investissements récemment réalisés pour la plateforme logistique de Vente-Unique.com (1,1 M€ de racks pour l'entrepôt de Criquebeuf-sur-Seine dont l'entreprise loue les murs), le CA sur internet en BtoC peut doubler sans engager de nouveaux capex.

Segment peu capitalistique, la hausse du chiffre d'affaires va porter la hausse de la rentabilité et nous attendons une MOC de 5,5% malgré la contribution en hausse de Directlowcost.com, moins génératrice de marge de brute.

Répartition du chiffre d'affaires et du ROC 2014/2017 (M€)

Chiffre d'affaires (M€)	2 014	2015e	2016e	2017e
e-Commerce	73,0	81,9	92,0	102,3
dont vente-unique	57,2	62,9	69,2	76,1
dont DLC	15,8	19,0	22,8	26,2
<i>Retraitement</i>				
ROC (M€)	2 014	2015e	2016e	2017e
e-Commerce	4,0	4,7	5,4	5,7
dont vente-unique	3,6	4,1	4,7	4,8
dont DLC	0,4	0,5	0,7	0,9

source: Euroland Corporate

Fort levier opérationnel sur l'ensemble du groupe

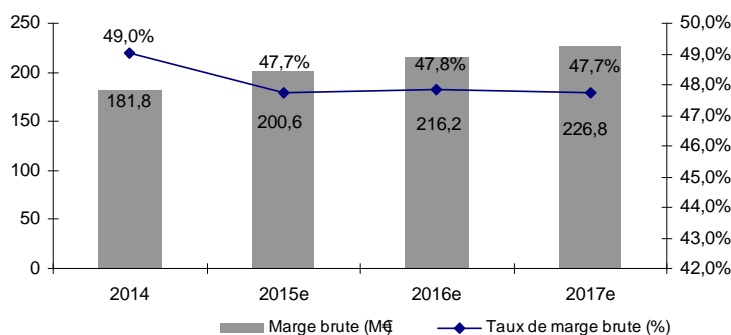
Compte tenu de la capacité de Cafom à délivrer de la croissance dans un contexte de marché encore tendu ainsi que des moyens mis en œuvre pour développer son réseau, upgrader ses services et améliorer sa rentabilité, nous anticipons une poursuite de la hausse de la rentabilité sur chaque activité du groupe (DOM TOM, Habitat, E-commerce) pour les exercices à venir.

Un mix qui va un peu peser sur la marge brute d'ici 2017

Depuis l'exercice 2012, Cafom affiche une marge brute supérieure à 47% (47,6% en 2012, 47,0% en 2013 et 49,0% en 2014 vs 42,4% en moyenne entre 2008 et 2011). La hausse du volume d'achats liée à l'acquisition de Habitat et la montée en puissance d'internet a permis aux centrales d'achat de bénéficier de marges favorables qui se sont répercutées au niveau du groupe.

La contribution en hausse des magasins Habitat, du site Vente-Unique.com, plus générateurs de marge brute, devraient partiellement contrebalancer la contribution de Directlowcost.com et des magasins Darty, moins générateurs de marge brute. Nous attendons ainsi une légère baisse de la marge brute à 47,7% à septembre 2017

Evolution attendue de la marge brute et du taux de marge brute 2014/2017



source: Euroland Corporate

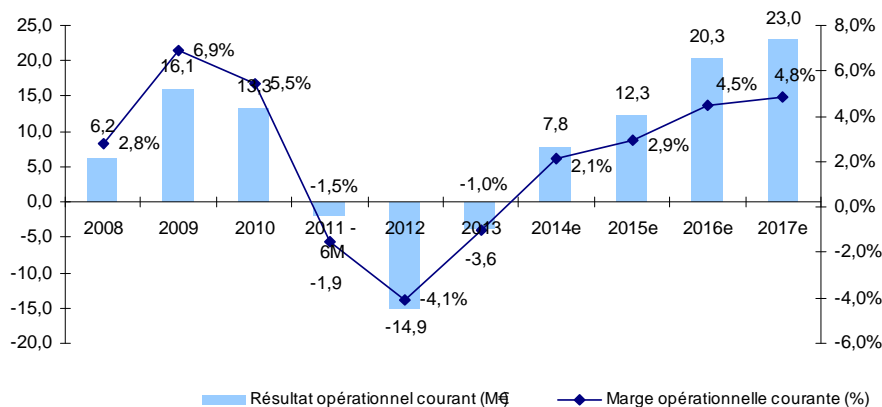
Les achats libellés en US dollars se sont élevés à 95 M\$ selon nous au cours de l'exercice 2013/14, dont 20% sont couverts sous la forme d'achats à terme. Les achats liés à Habitat sont réalisés sur la base d'achats de dollars spots (au cours du jour) et le management n'estime pas nécessaire de mettre en place une couverture. L'impact de la hausse du dollars peut venir peser sur la marge brute selon nous mais le risque semble limité compte tenu de la possibilité de répercuter une partie de la hausse sur les prix de vente.

Une structure de coûts alimentée par le réseau BUT et les magasins Habitat

Hormis les près de 51% du chiffre d'affaires destinés aux achats, Cafom supporte principalement des coûts de structure de ses magasins (charges de personnel, location des murs) et des coûts logistiques.

La hausse des coûts opérationnels est amenée à se limiter compte tenu, de la rationalisation des coûts dans les DOM TOM, du développement en franchise et de la dynamique d'internet. Nous attendons ainsi une hausse annuelle moyenne des coûts opérationnels (hors achats consommés) de 5,4%.

Evolution du ROC et de la MOC 2008 / 2017



source: Euroland Corporate. Nb: changement de date de clôture sur l'exercice 2011 du 31 mars au 30 septembre. L'exercice 2011 est ainsi comptabilisé sur 6 mois.

Compte de résultat synthétique

En M€	2014e	2015e	2016e	2017e
Chiffre d'affaires	371,0	420,2	451,9	475,4
<i>Croissance</i>	3,0%	13,3%	7,5%	5,2%
Marge brute	181,8	200,6	216,2	226,8
<i>Taux de marge brute</i>	49,0%	47,7%	47,8%	47,7%
Frais de personnel	56,6	61,1	63,5	66,1
Frais généraux	117,4	127,1	132,4	137,7
Excédent brut d'exploitation	15,7	20,3	28,5	31,5
<i>Marge d'excédent brut d'exploitation</i>	4,2%	4,8%	6,3%	6,6%
Résultat opérationnel courant	7,8	12,3	20,3	23,0
<i>Marge opérationnelle courante</i>	2,1%	2,9%	4,5%	4,8%
Résultat net part du groupe	-0,2	8,4	13,8	15,7
<i>Marge nette</i>	-0,1%	2,0%	3,0%	3,3%

source: Euroland Corporate

Un bilan qui se renforce

A fin septembre 2014, Cafom affiche une dette nette de 56,6 M€, soit un gearing de 46,6%. La société est soumise à des covenants sur sa dette senior de 13,9 M€ à fin septembre 2014 (contractée en juillet 2012 afin de réorganiser l'enseigne Habitat). Après l'obtention d'un waiver en janvier 2014, nous estimons que la société devrait, toute chose égale par ailleurs, respecter ses covenants sur les prochains exercices.

La situation financière du groupe est appelée à se renforcer compte tenu du redressement de la rentabilité, de la maîtrise du BFR attendue et de la génération de cash flow opérationnel attendue dans les prochaines années (+14,9% en moyenne par an entre 2014 et 2017). Le cash flow ainsi généré devrait permettre de couvrir les capex et les flux de financement selon nous.

Valorisation

Nous avons choisi de valoriser Cafom selon deux méthodes : 1/ l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) et 2/ la méthode des comparables boursiers.

Valorisation par les DCF

Nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- **Croissance du chiffre d'affaires** : nous retenons un taux de croissance annuel moyen de 8,6% de 2014 à 2017 compte tenu de l'implantation des réseaux Darty et Habitat et de la dynamique de vente sur internet. De 2018 à 2024, nous retenons un TCAM de 4,6% puis un taux à l'infini conservateur de 2,0 %.
- **Résultat d'exploitation** : la marge d'exploitation devrait s'améliorer d'ici 2017 notamment en raison de la réorganisation réalisée sur le réseau Habitat, de la contribution des franchises, du e-commerce et de la couverture progressive des charges fixes. La marge opérationnelle est ainsi attendue à 4,8% en 2017 (vs 2,1% en 2014). Nous prenons, par la suite, l'hypothèse d'une marge s'ajustant à 5,0% jusqu'à 2024.
- **Investissements** : Nous faisons l'hypothèse d'un niveau d'investissement de renouvellement et de développement de l'ordre de 2,0% du chiffre d'affaires par an jusqu'en 2024.
- **BFR** : Cafom présente un BFR maîtrisé. Nous retenons un niveau de BFR de près de 11,0% du chiffre d'affaires hors taxe.
- **Dette financière nette** : prise en compte de celle du 30/09/2014 (56,6 M€)

Synthèse des hypothèses de calcul du wacc

Taux sans risque (OAT 10 ans)	0,4%
Prime de risque	5,2%
Bêta sans dette	2,0
Bêta endetté	2,9
Coût des capitaux propres	15,6%
Coût de la dette après impôt	4,0%
Coût moyen pondéré du capital	10,9%
Taux de croissance à l'infini	2,0%

source : Euroland Corporate

Tableau des flux prévisionnels 2015e-2024e

En M€	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Chiffre d'affaires	420,2	451,9	475,3	499,1	524,1	547,7	572,3	598,1	625,0	653,1
<i>Taux de croissance</i>	13,3%	7,5%	5,2%	5,0%	5,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Résultat opérationnel courant	12,3	20,3	23,0	25,0	26,2	27,4	28,6	29,9	31,2	32,7
<i>Taux de marge opérationnelle courante</i>	2,9%	4,5%	4,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
- Impôts	4,1	6,8	7,6	8,3	8,7	9,1	9,5	10,0	10,4	10,9
+ DAP nettes	8,0	8,2	8,4	9,1	9,7	10,3	11,0	11,7	12,4	13,2
Cash Flow opérationnel	16,2	21,7	23,7	25,7	27,2	28,6	30,1	31,6	33,3	35,0
- Variation du BFR	5,2	4,6	2,7	2,6	2,7	2,6	2,7	2,8	2,9	3,1
- Investissements opérationnels	-2,1	-9,0	-9,5	-10,0	-10,5	-11,0	-11,4	-12,0	-12,5	-13,1
Free Cash Flows opérationnels	8,8	8,0	11,5	13,1	14,0	15,1	15,9	16,9	17,8	18,8
Coefficient d'actualisation	0,902	0,814	0,734	0,662	0,597	0,539	0,486	0,439	0,396	0,357
FCF actualisés	8,0	6,5	8,5	8,7	8,3	8,1	7,8	7,4	7,0	6,7
Somme des FCF actualisés	77,0									
Valeur terminale actualisée	77,4									
Actifs financiers	0,0									
Valeur des minoritaires	0,0									
Endettement net retraité	56,6									
Valeur des capitaux propres	97,8									
Valeur par action	11,5									

source: Euroland Corporate

Matrice de sensibilité de valorisation

		Taux de croissance à l'infini				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
C M P C	9,9%	12,7	13,3	14,0	14,9	15,8
	10,4%	11,0	11,6	12,1	12,8	13,5
	10,9%	10,5	10,9	11,5	12,1	12,7
	11,4%	8,8	9,2	9,6	10,1	10,7
	11,9%	8,3	8,7	9,0	9,4	9,9

		Taux de marge d'exploitation				
		4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%
C M P C	9,9%	10,8	12,4	14,0	15,7	17,3
	10,4%	9,7	11,2	12,7	14,1	15,6
	10,9%	8,8	10,1	11,5	12,8	14,1
	11,4%	7,9	9,2	10,4	11,6	12,8
	11,9%	11,9%	7,2	8,3	9,4	10,6

source: Euroland Corporate

Notre valorisation de Cafom par DCF ressort à 11,50€ par action avec un wacc à 10,9% et une croissance à l'infini de 2,0%.

Valorisation par comparables

Cafom opère sur le marché de la vente de biens d'équipement de la maison à travers trois réseaux diversifiés: un réseau de distribution dans les DOM TOM, le réseau Habitat et le e-commerce. A ce titre, aucune société cotée ne reflète directement l'activité de Cafom. Nous avons ainsi choisi des acteurs mid-caps européens de l'équipement de la maison et des pure players européens mid-caps du e-commerce afin de refléter la diversité des activités de Cafom. Nous avons choisi d'écartier les distributeurs américains ou d'une taille trop importante du secteur de l'équipement de la maison tels que Home Depot, Steinhoof International, Kingfisher, Lowe's Companies, Howden Joinery, et Ethan Allen. De la même façon, nous avons choisi d'écartier les pure player internet européen Asos et Ocado compte tenu de leur taille.

Acteur de l'équipement de la maison

Darty (France): acteur de référence dans le domaine de la distribution d'appareils électroménagers, matériels informatiques et audiovisuels. Le positionnement de l'enseigne s'articule autour du triptyque : prix (attractifs), choix (plus de 12 000 références) et services (plus de 4000 collaborateurs dédiés aux SAV et aux plateformes de livraisons). Au 30 avril 2014, le groupe dispose d'un réseau de 388 magasins (dont 4 en franchise) et a réalisé un CA de l'ordre de 3,6 Mds € dont 13,6% via Internet. Darty réalise 76% de son CA en France, 19% en Belgique et Pays-Bas et 5% en République Tchèque et Slovaquie.

BoConcept (Danemark): 1er distributeur international de meubles au Danemark avec 266 magasins de la marque BoConcept (dont 30 en propre) à travers 60 pays. En 2014, le groupe a dégagé un CA de 1,0 Md DKK (64% en EMEA, 19% en Asie et 17% en Amérique). Afin de porter la rentabilité, la société s'est engagé dans l'optimisation de son réseau et le développement de la franchise.

Nobia AB (Suède): Spécialiste de l'équipement de la cuisine, le groupe opère sous 20 marques et couvre toute la chaîne de valeur de la fabrication à la distribution en passant par l'installation. Le groupe dispose d'un réseau de 620 distributeurs (dont 440 en propre, 180 en franchise). Le groupe a généré un CA de 11,8 Mds SEK en 2014 (43% en région nordique, 34% au Royaume-Uni et 23% en Europe Continentale).

E-commerce Europe

Groupe Ldlc (France): Créée en 1996, LDLC fut l'une des premières entreprises à se lancer dans la vente en ligne. Fort de 7 sites internet, dont 3 marchands, la société est devenue une référence du e-commerce dans les domaines de l'informatique et du high-tech. Depuis 2010, le TCAM du CA est de +14,5% avec une activité générée à près de 91% via internet et le reste via ses boutiques physiques détenues en propre et en franchise. L'exercice 2013/14 s'est affiché en forte croissance avec un CA de 255,0 M€, en hausse de +22,7%. A ce jour, le groupe compte plus de 400 collaborateurs et entend développer son implantation physique via l'ouverture de franchises (40 d'ici mars 2018).

Yoox (Italie): est spécialiste de la vente de produits mode par internet. Sa stratégie de distribution est basée sur la vente de fin de série de vêtement de maison de mode et de luxe. L'entreprise dispose de 3 noms de domaine sous que la société opère directement en tant qu'e-commerçant (Yoox.com, Thecorner.com et Shooscribe.com) et gère des sites de vente en ligne de grandes marques (Armani.com, Roberto Cavalli.com...). Yoox a ainsi pu générer un CA de 455,6 M€ en 2013 dont 16% en Italie, 48% dans le reste de l'Europe, 23% en Amérique du Nord, 8% au Japon et 6% dans le reste du monde

Boohoo.com (Uk): Fondée en 2006, l'entreprise conçoit, fabrique, commercialise et vend sa propre marque de vêtements, chaussures et accessoires sur le site www.boohoo.com, le site dispose de plus de 2,3 millions de clients actifs, avec environ 140 000 nouveaux clients par mois. En 2014, le groupe emploie 452 salariés et a réalisé un CA de 109,8 M£ en progression de +63% par rapport à 2013.

Echantillon de comparables: données chiffrées

En M€	CA 2013	CA 2014	CA 2015	CA 2016	EBE 2013	EBE 2014	EBE 2015	EBE 2016	ROC 2013	ROC 2014	ROC 2015	ROC 2016	RN 2013	RN 2014	RN 2015	RN 2016
Darty	3 579	3 540	3 687	3 878	122	120	136	150	73	66	81	94	35	28	41	50
BoConcept	141	147	151	164	2	-4	6	9	-3	-9	2	6	-2			
Nobia	1 330	1 296	1 271	1 312	120	130	154	166	80	76	121	132	40	2	85	95
Ldlc.com	255	296	334	384	11	14	16	18	10	12	13	16	7	8	9	11
Yoox	456	530	632	750	43	53	66	83	24	27	35	47	13	16	22	31
Boohoo.com	132	187	241	309	17	20	27	36	15	19	26	35	12	15	23	30

source : JCF FactSet 19/03/2015

Comparatif croissance et marge échantillon

Sociétés	Var CA 2013	Var CA 2014	Var CA 2015	Var CA 2016	TMCA 2014/2016	Marge EBE 2013	Marge EBE 2014	Marge EBE 2015	Marge EBE 2016	Marge ROC 2013	Marge ROC 2014	Marge ROC 2015	Marge ROC 2016	Marge RN 2013	Marge RN 2014	Marge RN 2015	Marge RN 2016
Darty	-5,9%	-1,1%	4,1%	5,2%	4,7%	3,4%	3,4%	3,7%	3,9%	2,0%	1,9%	2,2%	2,4%	1,0%	0,8%	1,1%	1,3%
BoConcept	2,1%	4,6%	2,4%	9,1%	5,7%	1,5%	-2,5%	4,0%	5,6%	-2,1%	-6,4%	1,6%	3,4%	-1,2%	nc	nc	nc
Nobia	-6,2%	-2,6%	-1,9%	3,2%	0,6%	9,0%	10,0%	12,1%	12,6%	6,0%	5,9%	9,5%	10,0%	3,0%	0,1%	6,7%	7,2%
Ldlc.com	22,7%	16,2%	12,6%	14,9%	13,7%	4,2%	4,6%	4,7%	4,7%	3,9%	3,9%	4,0%	4,2%	2,6%	2,6%	2,6%	2,8%
Yoox	21,2%	16,3%	19,3%	18,6%	18,9%	9,4%	10,0%	10,4%	11,0%	5,3%	5,1%	5,5%	6,3%	2,8%	2,9%	3,4%	4,2%
Boohoo.com	59,2%	42,2%	28,8%	28,0%	28,4%	12,6%	10,8%	11,2%	11,6%	11,7%	10,2%	10,7%	11,4%	9,2%	8,2%	9,5%	9,7%
Moyenne	-2,2%	1,8%	5,3%	7,6%	6,5%	5,3%	5,6%	6,4%	6,8%	3,4%	3,2%	4,4%	4,9%	1,8%	1,1%	2,9%	3,2%
dont retail	-5,8%	-1,3%	2,5%	4,8%	3,7%	4,8%	5,0%	5,8%	6,1%	3,0%	2,7%	4,0%	4,3%	1,4%	0,6%	2,5%	2,7%
dont e-commerce	26,4%	20,4%	19,1%	19,5%	19,3%	8,3%	8,6%	9,0%	9,5%	5,9%	5,7%	6,1%	6,8%	3,7%	3,8%	4,4%	5,0%
CAFOM	-1,4%	5,5%	15,0%	5,5%	10,2%	0,8%	3,5%	5,3%	6,7%	-1,0%	1,8%	3,1%	4,3%	-1,4%	-0,4%	1,9%	2,8%

source : JCF FactSet 19/03/2015

Ratios de valorisation des comparables

	VE/CA 14	VE/CA 15	VE/CA 16	VE/EBE 14	VE/EBE 15	VE/EBE 16	VE/ROC 14	VE/ROC 15	VE/ROC 16	PER 14	PER 15	PER 16
Darty	0,2	0,2	0,2	5,4	4,8	4,3	9,8	8,0	6,9	16,8	11,2	9,3
BoConcept	0,3	0,3	0,3	ns	7,7	5,0	ns	19,2	8,4	nc	nc	nc
Nobia	1,2	1,2	1,2	11,6	9,8	9,1	19,8	12,6	11,5	ns	17,1	15,3
Ldlc.com	0,4	0,4	0,3	8,9	7,6	6,7	10,3	8,9	7,4	15,0	13,0	10,5
Yoox	2,6	2,1	1,8	ns	ns	16,2	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Boohoo.com	2,1	1,6	1,3	19,5	14,7	11,1	20,8	15,3	11,2	25,9	17,4	13,3
Moyenne	1,1	1,0	0,8	11,4	8,9	8,7	15,2	12,8	9,1	19,2	14,7	12,1
Médiane	0,8	0,8	0,7	10,2	7,7	7,9	15,1	12,6	8,4	16,8	15,0	11,9
Moyenne retail	0,6	0,6	0,5	8,5	7,4	6,2	14,8	13,2	8,9	16,8	14,2	12,3
Mediane retail	0,3	0,3	0,3	8,5	7,7	5,0	14,8	12,6	8,4	16,8	14,2	12,3
Moyenne internet	1,7	1,4	1,1	14,2	11,1	11,3	15,5	12,1	9,3	20,4	15,2	11,9
Mediane internet	2,1	1,6	1,3	14,2	11,1	11,1	15,5	12,1	9,3	20,4	15,2	11,9

source : JCF FactSet 19/03/2015

Nous appliquons la médiane des ratios VE/CA, VE/EBE, VE/ROC et PE de l'échantillon aux agrégats 2014, 2015 et 2016 de Cafom. Compte tenu d'une décote de taille de 20%, la valorisation de l'action ressort à **14,50 €/ action**.

Valorisation par somme des parties

Compte tenu des multiples de valorisation Retail et Internet de l'échantillon, nous présentons ci-après une valorisation par somme des parties. La dette nette affectée à Habitat ressort à 31,6 M€ (fin septembre 2014), celle de Vente-Unique.com à -5,0 M€ (fin septembre 2014) et celle du réseau à 30,0 M€.

Nous appliquons les multiples aux agrégats de chiffre d'affaires et de ROC 2014, 2015 et 2016 et appliquons une décote de taille de 20%.

Valeur des capitaux propres de chaque entité

	Valeur des capitaux propres (M€)	Valeur par action (€)
Réseau traditionnel	49,6	5,8
Habitat (hors DOM)	14,2	1,7
E-commerce	80,7	9,5
<i>dont Vente-Unique.com</i>	65,6	7,7
<i>dont Directlowcost.com</i>	15,1	1,8
	144,5	16,9

source : Euroland Corporate

Conclusion

Pour conclure, nous initions la couverture de Cafom avec une opinion Achat et un objectif de cours de 13,00 €, issu de la moyenne des valorisations par DCF (11,50 €) et par comparables (14,50 €).

Ratios de valorisation ressortant de la valorisation de Cafom

	Objectif de cours (€)	Capitalisation boursière (M€)	VE/CA 14	VE/CA 15	VE/CA 16	VE/EBE 14	VE/EBE 15	VE/EBE 16	VE/ROC 14	VE/ROC 15	VE/ROC 16	PER 14	PER 15	PER 16
Valorisation DCF	11,5	97,8	0,2	0,2	0,2	4,7	3,6	2,6	9,4	6,0	3,6	ns	1,4	0,8
Valorisation comparables	14,5	124,1	0,2	0,2	0,2	4,9	3,8	2,7	9,8	6,3	3,8	ns	1,7	1,1
Valorisation moyenne	13,0	110,9	0,2	0,2	0,2	4,8	3,7	2,7	9,6	6,1	3,7	ns	1,6	0,9

source : Euroland Corporate

Éléments financiers

Compte de résultat

En M€	2008	2009	2010	2011 - 6M	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Chiffre d'affaires	220,9	232,9	243,8	125,6	365,5	360,3	371,0	420,2	451,9	475,4
<i>Croissance</i>		5,4%	4,7%	3,0%	47,7%	-1,4%	3,0%	13,3%	7,5%	5,2%
Autres produits	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Produits d'exploitation	220,9	232,9	243,8	125,6	365,5	360,3	371,0	420,2	451,9	475,4
Achats consommés	134,7	129,4	137,8	72,1	191,6	190,9	189,2	219,7	235,7	248,5
Autres achats et charges externes	42,8	49,7	54,2	32,4	110,2	102,3	102,3	111,3	115,8	120,4
Impôts et taxes	3,1	3,3	3,2	2,0	7,8	7,6	7,3	7,9	8,5	8,9
Charges de personnel	29,7	32,0	31,4	17,9	60,0	56,5	56,6	61,1	63,5	66,1
Autres charges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Excédent Brut d'Exploitation	10,7	18,7	17,2	1,3	-4,1	3,0	15,7	20,3	28,5	31,5
<i>Marge d'EBE (EBE/CA)</i>	<i>4,8%</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,1%</i>	<i>1,0%</i>	<i>ns</i>	<i>0,8%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,8%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,6%</i>
DAP nettes	4,5	2,6	3,9	3,2	10,8	6,6	7,8	8,0	8,2	8,4
Résultat opérationnel courant	6,2	16,1	13,3	-1,9	-14,9	-3,6	7,8	12,3	20,3	23,0
<i>Marge opérationnelle courante (ROC/CA)</i>	<i>2,8%</i>	<i>6,9%</i>	<i>5,5%</i>	<i>ns</i>	<i>ns</i>	<i>ns</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,9%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,8%</i>
Autres produits/ charges non courantes	-1,2	-0,9	-4,0	2,6	2,0	-0,4	-6,5	0,0	0,0	0,0
Résultat opérationnel	5,0	15,2	9,4	0,7	-12,9	-4,0	1,3	12,3	20,3	23,0
<i>Marge opérationnelle (ROP/CA)</i>	<i>2,3%</i>	<i>6,5%</i>	<i>3,8%</i>	<i>0,5%</i>	<i>ns</i>	<i>ns</i>	<i>0,4%</i>	<i>2,9%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,8%</i>
Résultat financier	-1,8	-0,8	-0,3	-0,5	-2,9	-2,3	-3,0	-2,6	-2,6	-2,6
Résultat avant impôt	2,6	11,1	10,0	0,1	-15,8	-6,3	-1,7	9,7	17,7	20,4
Impôts sur les sociétés	1,4	4,8	3,8	0,1	-4,5	-0,5	0,0	3,2	5,9	6,8
<i>Taux d'IS apparent</i>	<i>51,3%</i>	<i>43,0%</i>	<i>37,7%</i>	<i>44,1%</i>	<i>28,4%</i>	<i>7,6%</i>	<i>0,2%</i>	<i>33,3%</i>	<i>33,3%</i>	<i>33,3%</i>
Résultat net des entreprises intégrées	1,3	6,3	6,2	0,1	-11,3	-5,8	-1,7	6,5	11,8	13,6
<i>Marge nette</i>	<i>0,6%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,5%</i>	<i>0,1%</i>	<i>ns</i>	<i>ns</i>	<i>ns</i>	<i>1,5%</i>	<i>2,6%</i>	<i>2,9%</i>
Quote part dans les résultats des SME	0,0	0,5	1,0	0,7	1,3	1,1	1,8	1,9	2,0	2,1
Résultat net de l'ensemble consolidé	1,3	6,8	7,2	0,8	-10,0	-4,8	0,1	8,4	13,8	15,7
Intérêts minoritaires	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Résultat net Part du Groupe publié	1,2	6,5	7,0	0,7	-10,0	-4,9	-0,2	8,4	13,8	15,7
<i>Marge nette pg</i>	<i>0,6%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,9%</i>	<i>0,6%</i>	<i>-2,7%</i>	<i>-1,4%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>2,0%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,3%</i>

Bilan

En M€	2 008	2 009	2 010	2011 - 6M	2 012	2 013	2014e	2015e	2016e	2017e
Immobilisations incorporelles	2,4	2,8	3,6	14,1	44,2	44,2	44,2	44,2	44,2	44,2
Immobilisations corporelles	17,8	17,2	17,1	27,8	49,8	46,4	45,9	40,1	40,9	42,0
Immobilisations financières	0,0	4,6	5,6	6,3	6,4	7,4	7,5	9,3	11,3	13,4
Ecart d'acquisition	48,1	43,2	43,2	44,4	40,7	40,8	40,8	40,8	40,8	40,8
Autres actifs non courants	8,7	3,2	4,1	12,6	12,8	12,1	10,5	10,5	10,5	10,5
Actifs non courants	79,7	72,1	74,60	107,2	160,7	158,7	158,1	154,2	157,0	160,1
	0,0	0,0	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stocks et en-cours	56,4	51,6	57,2	75,1	73,6	70,9	90,4	102,4	110,1	115,8
Clients et comptes rattachés	15,3	24,3	21,0	26,9	26,7	23,1	29,7	33,6	36,1	38,0
Autres actifs courants	10,1	23,3	15,2	33,4	25,7	28,9	30,9	35,0	37,6	39,5
Actifs courants	90,6	116,6	104,8	161,2	139,5	131,9	167,8	182,8	195,0	208,4
VMP et Trésorerie	8,8	17,3	11,5	25,8	13,4	9,0	16,9	11,9	11,2	15,0
Total Actif	170,2	188,7	179,4	268,3	300,2	290,6	325,9	337,0	352,0	368,5
Capitaux propres part du groupe	87,5	94,6	98,6	97,0	122,4	117,2	120,6	129,0	142,8	158,5
Intérêts minoritaires	1,2	0,4	0,2	0,7	0,7	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0
Passifs non courants hors dettes financières	2,8	1,1	0,9	2,0	17,8	18,9	19,4	19,4	19,4	19,4
Emprunts et dettes financières	45,5	51,9	36,9	70,5	67,0	71,5	73,5	61,4	54,4	48,4
Dont part à moins d'un an	31,1	40,3	26,6	54,3	39,6	45,0	53,7	43,7	33,7	33,7
Dettes fournisseurs	20,3	21,5	27,5	46,7	50,2	46,7	63,8	72,4	76,9	80,7
Autres passifs courants	14,1	19,3	15,3	51,5	42,2	35,5	45,5	51,5	55,4	58,3
Total Passif	171,4	188,7	179,4	268,3	300,2	290,6	325,9	337,0	352,0	368,5

Tableau de flux de trésorerie

En M€	2 008	2 009	2 010	2011 - 6M	2 012	2 013	2014e	2015e	2016e	2017e
Marge Brute d'autofinancement	6,1	11,4	11,8	-0,1	-3,3	1,6	11,6	14,4	20,0	22,1
Variation de BFR	-2,9	5,5	-3,1	7,2	2,4	6,6	-1,1	5,2	4,6	2,7
Flux net de trésorerie généré par l'activité	9,0	5,9	14,9	-7,2	-5,8	-5,0	12,7	9,2	15,4	19,3
Acquisition d'immobilisations	-13,7	-3,7	-5,3	-4,8	-7,0	-8,0	-15,2	-6,5	-9,0	-9,5
Cession d'immobilisations	1,5	1,0	3,3	0,0	5,2	4,5	4,1	4,4	0,0	0,0
Variation de périmètre	0,0	0,0	0,0	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-12,2	-2,7	-2,0	-0,9	-1,8	-3,5	-11,0	-2,1	-9,0	-9,5
Augmentation de capital	-0,9	0,0	0,0	0,0	7,1	-0,3	4,1	0,0	0,0	0,0
Emission d'emprunt	6,6	0,0	0,0	0,0	18,7	14,9	2,0	0,0	0,0	0,0
Remboursement d'emprunt	0,5	-8,4	-0,8	3,1	-11,3	-9,8	0,0	-12,1	-7,0	-6,0
Dividendes versés	0,0	0,0	-3,8	-1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	6,1	-8,4	-4,6	1,2	14,5	4,8	6,1	-12,1	-7,0	-6,0
Variation de trésorerie	2,7	-6,3	8,4	-7,0	6,9	-3,8	7,8	-5,0	-0,7	3,8

Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 0% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique des recommandations sur les 12 derniers mois :

Achat : Depuis le 20/03/2015

Accumuler : (-)

Alléger : (-)

Vendre : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui

* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière avec ou non liquidité

Disclaimer

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate. Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

Euroland Corporate
17 avenue George V
75008 Paris
01 44 70 20 80