

Achat	Potentiel	32%
Objectif de cours	10,40 € (vs 10,20 €)	
Cours au 01/03/2016 (c)	7,90 €	
NYSE Euronext Comp C		
Reuters / Bloomberg	CAFO-FR / CAFO:FR	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-9,3%	-9,1%	-16,2%	-15,3%
Perf CAC small	-7,0%	0,3%	-5,3%	5,6%

Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M €)	67,4
Nb de titres (en millions)	8,5
Volume 12 mois (titres)	1619
Extrêmes 12 mois	7,50€ / 10,95€

Actionnariat

Dirigeants	73,6%
Pleiade Investissement	8,2%
Financière Arbevel	5,2%
Flottant	13,0%

Données financières (en M €)

au 30/09	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e
CA	371,3	384,5	398,8	435,7
var %	3,1%	3,6%	3,7%	9,2%
EBE	15,6	20,1	23,0	25,2
%CA	4,2%	5,2%	5,8%	5,8%
ROC	8,6	9,5	13,9	15,7
%CA	2,3%	2,5%	3,5%	3,6%
RN pdg	-0,1	-1,7	8,6	9,9
%CA	0,0%	-0,4%	2,2%	2,3%
Bnpa (€)	-0,01	-0,19	101	1,6
Gearing (%)	48%	44%	34%	26%
ROCE (%)	3%	4%	6%	6%
ROE (%)	0%	-1%	7%	7%
Dette nette 2014/15	53,8			
Dividende n	0			
Yield (%)	0%			

Ratios

	2013/14	2014/15	2015/16e	2016/17e
VE/CA (x)	0,4	0,3	0,3	0,2
VE/EBE (x)	9,0	6,1	5,0	4,2
VE/ROC (x)	16,2	12,9	8,3	6,8
PE (x)	ns	ns	7,8	6,8

Analyste :

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

Cafom

Distribution non alimentaire

Un exercice attendu en hausse**Publication du chiffre d'affaires T1 2015/16 (octobre / décembre 2015)**

Cafom publie un chiffre d'affaires un peu en dessous de nos attentes à 107,0 M€ (vs 110,8 M€), en baisse de 3,6%. L'écart avec nos estimations provient principalement du ralentissement de l'activité dans les DOM TOM à 50,7 M€ (vs 53,5 M€ attendus, en hausse de +0,8% (vs +8,9% au T4 2015/16) et de la baisse du e-commerce à 18,9 M€ (vs 22,3 M€ attendus) en lien avec la chute de DirectLowCost.com à 2,9 M€ (vs 4,4 M€ au T1 2014/15) liée à la baisse de l'activité en Russie. Les magasins Habitat ressortent à 37,4 M€ (-7,2%).

Commentaires

En débutant l'exercice sur une baisse, le T1 2015/16 s'inscrit dans la même veine que le T4 (-5,0%). Par segment néanmoins, les DOM TOM affichent une inflexion nouvelle suite à la baisse de fréquentation des magasins pendant les élections. Le CA devrait retrouver de la croissance en organique dès le T2 et bénéficier de l'ouverture des 3 Darty qui seront détenus à 51% en Nouvelle Calédonie (générant plus de 20 M€ de CA en année pleine) à partir de l'obtention des autorisations locales. D'ici fin 2018, Cafom devrait ouvrir, dans le sud de la Réunion, un But, un Darty et un Habitat et d'ici fin 2019 un But en Nouvelle Calédonie.

Sur le T1 2015/16, Habitat affiche une baisse de 7,2% de son CA. Habitat devrait bénéficier d'un effet de base positif à partir du T2 (attentats de janvier 2015). L'ouverture d'un magasin en propre à Toulon sur le T2 et à Roncq sur le S2, devraient contribuer à renouer avec la croissance. L'ouverture du magasin de Metz est prévue pour 2016/2017. Cafom devrait reprendre sa stratégie de conquête à l'international en 2016/17 afin de prendre le temps de digérer les franchises ouvertes récemment. L'exercice sera principalement marqué par un redressement de la rentabilité sur Habitat compte tenu d'un contrôle des coûts strict (charges de personnel, loyer) et une facturation des frais de port aux clients.

Le e-commerce finit par décrocher sur le T1 2015/16 avec une stabilité du CA de Vente-Unique.com et une forte baisse de l'activité de DirectLowCost.com. Après une croissance de 11,8% sur l'exercice précédent, Vente-Unique.com souffre de la baisse d'activité en Allemagne. L'activité en Suisse, en Autriche, la traduction du site en néerlandais (courant mars) et en Norvégien (fin 2016), devraient soutenir la croissance. La société confirme son ambition de CA de 90,0 M€ d'ici 2019, soit une croissance annuelle moyenne de 9% d'ici là.

DirectLowCost.com poursuit sur la tendance du T4 (-23,9%) avec un CA en baisse de 34,1% à 2,9 M€, suite à la baisse des prises de commandes de son principal client Russe (qui achète à Cafom en dollar et vend en rouble à ses propres clients). Sur l'exercice, DLC devrait afficher ainsi une baisse de 12,8% de son CA selon nous.

Suite à cette publication, nous ajustons nos attentes de CA 2015/16 à 398,8 M€ (vs 411,1 M€) prenant en compte une obtention d'agrément pour la participation majoritaire dans les Darty de Nouvelle Calédonie en mai 2016 avec un EBE de 23,0 M€ (vs 20,1 M€) (baisse des charges sur Habitat) et un CA 2016/17 à 435,7 M€ (vs 429,1 M€).

Recommandation

Compte tenu de l'actualisation de la mise à jour de nos estimations, notre objectif de cours passe à 10,40 € (vs 10,20 €) et notre recommandation reste à Achat.

Compte de résultat (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Chiffre d'affaires	365,5	360,3	371,3	384,5	398,8	435,7
Excédent brut d'exploitation	-4,1	3,0	15,6	20,1	23,0	25,2
Résultat opérationnel courant	-14,9	-3,6	8,6	9,5	13,9	15,7
Résultat opérationnel	-12,9	-4,0	1,0	0,2	13,9	15,7
Résultat financier	-2,9	-2,3	-2,7	-4,5	-2,5	-2,5
Impôts	4,5	0,5	0,6	3,1	-3,8	-4,4
Mise en équivalence	1,3	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3
Part des minoritaires	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3
Résultat net part du groupe	-10,0	-4,9	-0,1	-1,7	8,6	9,9
Bilan (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Actifs non courants	160,7	158,7	161,9	173,2	172,8	171,7
<i>dont goodwill</i>	40,7	40,8	40,8	44,8	44,8	44,8
BFR	33,7	40,6	40,1	24,5	25,0	28,2
Disponibilités + VMP	13,4	9,0	12,4	21,8	37,6	39,7
Capitaux propres	123,0	117,9	121,7	122,8	131,6	141,8
Emprunts et dettes financières	67,0	71,5	70,4	75,7	82,7	76,7
Total Bilan	300,2	290,6	316,2	320,2	337,4	358,1
Tableau de flux (M€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Marge Brute d'autofinancement	-3,3	1,6	5,8	6,7	16,7	18,3
Variation de BFR	2,4	6,6	-2,0	-7,0	0,5	3,2
Flux net de trésorerie généré par l'activité	-5,8	-5,0	7,8	13,6	16,3	15,1
Investissements opérationnels nets	-1,8	-3,5	-10,5	-10,6	-7,5	-7,0
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-1,8	-3,5	-10,5	-11,0	-7,5	-7,0
Augmentation de capital	7,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	7,5	5,1	-4,3	-3,2	7,0	-6,0
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	14,5	4,8	-4,6	-1,6	7,0	-6,0
Variation de l'endettement financier net	6,9	-3,8	-7,1	1,1	15,8	2,1
Ratios (%)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Variation chiffre d'affaires	ns	-1,4%	3,1%	3,6%	3,7%	9,2%
Marge EBE	-1,1%	0,8%	4,2%	5,2%	5,8%	5,8%
Marge opérationnelle courante	-4,1%	-1,0%	2,3%	2,5%	3,5%	3,6%
Marge opérationnelle	-3,5%	-1,1%	0,3%	0,0%	3,5%	3,6%
Marge nette	-2,7%	-1,4%	0,0%	-0,4%	2,2%	2,3%
Capex/CA	-0,5%	-1,0%	-2,8%	-2,8%	-1,9%	-1,6%
BFR/CA	9,2%	11,3%	10,8%	6,4%	6,3%	6,5%
ROCE	-5,9%	-1,4%	3,3%	3,9%	5,7%	6,4%
ROCE hors GW	-7,8%	-1,9%	4,3%	5,4%	7,9%	8,9%
ROE	-8,1%	-4,2%	-0,1%	-1,4%	6,5%	7,0%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Gearing (%)	44%	53%	48%	44%	34%	26%
Dettes nette/EBE	-13,0	21,0	3,7	2,7	2,0	1,5
EBE/charges financières	-1,4	1,3	5,7	4,4	9,2	10,1
Valorisation	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Nombre d'actions (en millions)	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	8,2	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	6,8	4,3	9,4	7,9	7,9	7,9
(1) Capitalisation boursière moyenne	55,3	36,7	80,0	67,4	67,4	67,4
(2) Dette nette (+)/ trésorerie nette (-)	53,5	62,5	58,0	53,8	45,1	37,0
(3) Valeur des minoritaires	0,3	1,3	1,8	2,2	2,3	2,4
(4) Valeur des actifs financiers	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)+(5)	108,6	100,0	139,8	123,4	114,7	106,8
PER	-5,5	-7,5	-640,2	-40,5	7,8	6,8
VE/ EBE	-26,3	33,6	9,0	6,1	5,0	4,2
VE/ROC	-7,3	-27,5	16,2	12,9	8,3	6,8
VE/CA	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2
P/B	0,4	0,3	0,7	0,5	0,5	0,5
Données par action (€)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Bnpa	-1,17	-0,57	-0,01	-0,19	1,01	1,16
Book value/action	14,4	13,8	14,3	14,4	15,4	16,6
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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 de recommandations

Achat : Du 20/03/2015 au 29/04/2015 et depuis le 02/02/2016

Accumuler : Du 23/11/2015 au 01/02/2016

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : Du 30/04/2015 au 22/11/2015

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

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 Etats-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