

Achat	Potentiel	30%
Objectif de cours	7,90 (vs 9,10 €)	
Cours au 04/07/2017 (c)		6,09 €
NYSE Euronext Comp C		
Reuters / Bloomberg	CAFO-FR / CAFO:FR	

Performances	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-27,4%	-12,4%	-8,1%	-27,5%
Perf CAC small	16,9%	-1,4%	9,3%	36,4%

Informations boursières (en M €)

Capitalisation (M €)	519
Nb de titres (en millions)	8,5
Volume 12 mois (titres)	757
Extrêmes 12 mois	6,09 € / 9,60 €

Actionnariat

Dirigeants	73,6%
Pleiade Investissement	9,4%
Financière Arbevel	5,3%
Flottant	11,7%

Données financières (en M €)

au 30/09	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
CA	390,5	410,2	429,8	449,2
var %	1,6%	5,0%	4,8%	4,5%
EBE	18,7	19,7	21,0	22,4
%CA	4,8%	4,8%	4,9%	5,0%
ROC	7,5	10,0	10,9	11,7
%CA	1,9%	2,4%	2,5%	2,6%
RN pdg	-2,6	-0,1	5,8	6,9
%CA	-0,7%	0,0%	1,3%	1,5%
Bnpa (€)	-0,31	-0,01	0,68	0,81
Gearing (%)	49%	49%	41%	32%
ROCE (%)	3%	4%	5%	0%
ROE (%)	-2%	0%	5%	5%
Dette nette	58,5	58,4	52,1	43,3
Dividende n	0	0	0	0
Yield (%)	0%	0%	0%	0%

Ratios

	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
VE/CA (x)	0,3	0,3	0,3	0,2
VE/EBE (x)	7,2	5,9	5,2	4,5
VE/ROC (x)	18,0	11,6	10,1	8,6
PE (x)	ns	ns	9,0	7,6

Analyste :

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

Cafom

Distribution non alimentaire

Des résultats grevés par des charges non courantes**Publication des résultats S1 2016/17**

Cafom fait suite à la publication de son CA S1 de 209,7 M€ (+4,3%) et publie un ROC globalement ligne avec nos attentes à 5,0 M€ (MOC de 2,4% vs 2,5% en 2015/16). Le ROP ressort à 1,0 M€, compte tenu de 4,0 M€ de charges non courantes (dont 3,0 M€ liées au déménagement des entrepôts de Habitat et Vente-unique). Le RNpg ressort ainsi à -2,8 M€ (vs -0,8 M€ en 2015/16). La société entend afficher un nouvel exercice de croissance de son chiffre d'affaires.

Commentaires

Sur le S1 2016/17, les magasins des DOM TOM (7 But, 7 Darty, 4 Habitat, 1 First Déco et 3 Musique et Son) affichent une amélioration de leur rentabilité avec une MOC gagnant 2,5 points à 7,2% compte tenu : 1/ de l'intégration des 3 nouveaux magasins Darty en Nouvelle-Calédonie (ventes en BtoC mieux margées que les ventes en BtoB générées l'an dernier sur ces mêmes magasins), 2/ d'une prestation enregistrée auprès de Cafineo (organisme de crédit à la consommation détenu à 49%) pour le renouvellement du contrat. Nous attendons une légère baisse de la MOC au S2 pour revenir à un niveau normatif (hors Cafineo).

Les magasins Habitat (47 en franchise et 46 en propre) affichent un ROC dégradé à -4,9 M€ compte tenu de la baisse de son CA S1 de 4,9% à 63,6 M€. Le ROP de -7,5 M€ est entamé par les coûts de déménagement plus élevés que prévus (allongement des délais pour déplacer les 29 000 m² d'octobre 2016 à mars 2017 de Cergy à Amblainville). Compte tenu de la plus forte disponibilité des produits (fin déménagement, amélioration sourcing) et de la baisse du déstockage sur le S2, la rentabilité opérationnelle devrait s'améliorer vs S2 2015/16. Des charges non courantes de fermeture de magasin et de préouverture (Metz et Roncq) devraient grever néanmoins le résultat net de l'enseigne.

Le e-commerce continue de tirer son épingle du jeu malgré une marge opérationnelle un peu en-deçà des attentes (6,2% vs 7,2% au S1 2015/16) compte tenu des frais liés au déménagement sur Amblainville (hausse des dédommagements clients). Les coûts liés au déménagement de l'entrepôt (23 000 m² d'octobre à décembre de Cergy à Amblainville) s'élèvent à 0,9 M€ et sont intégralement comptabilisés sur le S1. Nous attendons une relative stabilité de la marge opérationnelle sur le S2.

Suite à cette publication, nous revoyons nos attentes sur l'exercice avec un CA de 410,2 M€ (vs 409,5 M€ précédemment), un ROC de 10,0 M€ (vs 9,5 M€ précédemment) et un RNpg de -0,1 M€ (vs 5,2 M€ précédemment) prenant en compte les charges non courantes.

Recommandation

Compte tenu de la mise à jour de nos estimations et de nos modèles, notre objectif de cours ressort à 7,90 € (vs 9,10 €) et notre recommandation reste à l'Achat.

Compte de résultat (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Chiffre d'affaires	371,3	384,5	390,5	410,2	429,8	449,2
Excédent brut d'exploitation	15,6	20,1	18,7	19,7	21,0	22,4
Résultat opérationnel courant	8,6	9,5	7,5	10,0	10,9	11,7
Résultat opérationnel	1,0	0,2	3,0	5,0	10,9	11,7
Résultat financier	-2,7	-4,5	-2,9	-3,2	-2,5	-1,8
Impôts	0,6	3,1	-0,7	-1,4	-2,8	-3,3
Mise en équivalence	1,2	1,2	1,0	0,8	0,8	0,9
Part des minoritaires	0,2	0,2	0,2	0,5	0,6	0,6
Résultat net part du groupe	-0,1	-1,7	-2,6	-0,1	5,8	6,9
Bilan (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Actifs non courants	161,9	173,2	171,5	171,1	168,8	166,2
<i>dont goodwill</i>	40,8	44,8	45,6	45,6	45,6	45,6
BFR	40,1	24,5	26,8	27,5	29,9	28,8
Disponibilités + VMP	12,4	21,8	7,3	1,5	2,8	7,6
Capitaux propres	121,7	122,8	119,7	120,2	126,5	134,0
Emprunts et dettes financières	70,4	75,7	65,8	59,8	54,8	50,8
Total Bilan	316,2	320,2	337,4	315,3	315,9	321,8
Tableau de flux (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Marge Brute d'autofinancement	5,8	6,7	5,6	10,1	15,7	17,3
Variation de BFR	-2,0	-7,0	3,0	0,7	2,3	1,3
Flux net de trésorerie généré par l'activité	7,8	13,6	2,6	9,3	13,4	16,0
Investissements opérationnels nets	-10,5	-10,6	-7,5	-8,5	-7,1	-7,2
Investissements financiers nets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés aux investissements	-10,5	-11,0	-7,5	-8,5	-7,1	-7,2
Augmentation de capital	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	-4,3	-3,2	8,1	-6,0	-5,0	-4,0
Dividendes versés	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Flux de trésorerie liés au financement	-4,6	-1,6	8,2	-6,0	-5,0	-4,0
Variation de l'endettement financier net	-7,1	1,1	3,4	-5,2	1,3	4,8
Ratios (%)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Variation chiffre d'affaires	3,1%	3,6%	1,6%	5,0%	4,8%	4,5%
Marge EBE	4,2%	5,2%	4,8%	4,8%	4,9%	5,0%
Marge opérationnelle courante	2,3%	2,5%	1,9%	2,4%	2,5%	2,6%
Marge opérationnelle	0,3%	0,0%	0,8%	1,2%	2,5%	2,6%
Marge nette	0,0%	-0,4%	-0,7%	0,0%	1,3%	1,5%
Capex/CA	-2,8%	-2,8%	-1,9%	-2,1%	-1,7%	-1,6%
BFR/CA	10,8%	6,4%	6,9%	6,7%	6,9%	6,4%
ROCE	3,3%	3,9%	3,1%	4,2%	4,6%	0,0%
ROCE hors GW	4,3%	5,4%	4,3%	5,8%	6,4%	0,0%
ROE	-0,1%	-1,4%	-2,2%	-0,1%	4,6%	5,1%
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	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Gearing (%)	48%	44%	49%	49%	41%	32%
Dettes nette/EBE	3,7	2,7	3,1	3,0	2,5	1,9
EBE/charges financières	5,7	4,4	6,5	6,1	8,3	12,3
Valorisation	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Nombre d'actions (en millions)	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Nombre d'actions moyen (en millions)	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Cours (moyenne annuelle en euros)	9,4	10,0	8,6	6,1	6,1	6,1
(1) Capitalisation boursière moyenne	80,0	85,4	73,6	51,9	51,9	51,9
(2) Dette nette (+) / trésorerie nette (-)	58,0	53,8	58,5	58,4	52,1	43,3
(3) Valeur des minoritaires	1,8	2,2	2,3	5,0	5,3	5,6
(4) Valeur des actifs financiers	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)+(5)	139,8	141,4	134,4	115,3	109,3	100,8
PER	-640,2	-51,4	-27,9	-585,1	9,0	7,6
VE/ EBE	9,0	7,0	7,2	5,9	5,2	4,5
VE/ROC	16,2	14,8	18,0	11,6	10,1	8,6
VE/CA	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
P/B	0,7	0,7	0,6	0,4	0,4	0,4
Données par action €)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Bnpa	-0,01	-0,19	-0,31	-0,01	0,68	0,81
Book value/action	14,3	14,4	14,0	14,1	14,8	15,7
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 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.
Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.
Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% 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 des 12 derniers mois :

- Achat** : Du 01/09/2016 au 27/11/2016 et depuis le 03/02/2017
Accumuler : Du 28/11/2016 au 02/02/2017
Alléger : (-)
Vente : (-)
Sous revue : Du 05/07/2016 au 31/08/2016

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	Non	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