

Sociétés holdings / France

48 bd des Batignolles, 75017 Paris - France

Tel +33 (0) 1 70 61 10 50

Email sales@alphavalue.eu

Web WWW.ALPHAVALUE.COM

## Amélioration de la rentabilité dans un contexte difficile

Publication Res./CA - 19/03/2012

### ■ Actualité

Pour l'exercice 2011, le groupe a ajusté le chiffre d'affaires publié à 552,1m€ (au lieu de 552,3m€) soit une progression de 7,8% par rapport à l'exercice précédent avec un effet prix de +10,2% et un effet volume de -2,4%.

Le résultat d'exploitation ressort à 23,7m€, en hausse de 11,3% (+15% au 1er semestre), tiré principalement par le mix produit et par l'effet prix (le groupe a réussi à répercuter sur ses prix de vente, la hausse du prix des matières premières).

Le bénéfice net ressort à 10,5m€, ce qui représente une baisse de 18,6% par rapport à la même période de l'exercice précédent (il intègre un montant de 0,9m€ lié à la restructuration financière initiée au S1 2010 et une charge d'impôts de 4,5m€).

La dette nette s'élève à 80,6m€, soit une hausse de 12,2m€ par rapport à la fin juin qui s'explique par l'accroissement du BFR liée à l'importante augmentation du prix des matières premières (aucune information fournie à ce stade). Le gearing s'établit à 44% contre 38% à la fin 2010.

Compte tenu de la conjoncture économique, le groupe reste prudent pour 2012 et n'a donc pas de fourni d'objectifs chiffrés, mais il est confiant dans sa capacité à générer un «niveau satisfaisant de rentabilité».

### ■ Analyse

Comme prévu, la deuxième partie de l'année a été difficile, en particulier au 4e trimestre.

Le groupe a réussi à répercuter les augmentations de prix, mais les volumes ont été affectés par le manque de confiance des clients, principalement chez Chargeurs Films de protection et chez Chargeurs Interlining.

Les performances de Chargeurs Wool ont été satisfaisantes tant en matière de chiffre d'affaires (croissance de +23,5%) que de rentabilité (6,7m€, ce qui représente environ 5,6x le niveau de 2010), tirées par le prix de la laine et la politique de sélectivité des contrats.

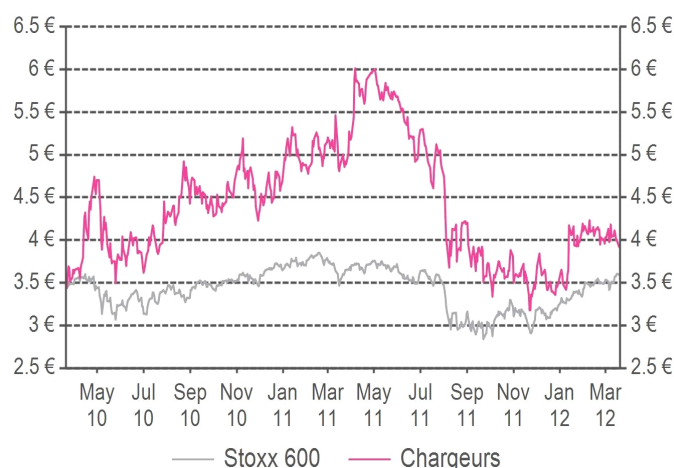
Nous estimons néanmoins que la détérioration globale de la consommation en Europe depuis l'été (perte de confiance des consommateurs due au contexte économique), la pression croissante sur les prix, le décalage temporel entre l'augmentation des coûts et la hausse des prix de vente, ainsi que les fluctuations des coûts vont peser sur la rentabilité de Chargeurs en 2012.

### ■ Impact

Nous réviserons nos chiffres en fonction de la publication beaucoup plus détaillée attendue pour mi avril.

AlphaValue à été mandaté par Chargeurs pour la production et la diffusion d'une analyse financière sur Chargeurs.

Achat	Potentiel : 115 %
Cours objectif à 6 mois	8,41 €
Cours	3,92 €
Capitalisation boursière M€	53,7
Momentum du cours	<b>FORT</b>
Extrême 12 mois	3,18 ▶ 6,01
Newsflow	Neutre
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA

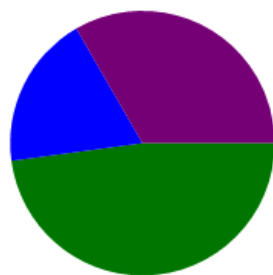

[Téléchargez l'analyse complète](#)
[Page valeur](#)


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-3,21 %	-4,85 %	11,7 %	-20,2 %
Autres Financières	1,58 %	1,59 %	17,7 %	-8,92 %
STOXX 600	2,72 %	2,31 %	16,4 %	1,66 %

Dernière maj : 23/11/2011	12/09A	12/10A	12/11E	12/12E
PER ajusté (x)	-1,56	6,16	10,1	7,90
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	6,62	4,50	4,37	4,01
BPA ajusté (€)	-3,41	0,72	0,47	0,50
Croissance des BPA (%)			-34,9	6,00
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (M€)	452	512	551	559
Marge opérationnelle (%)	-4,34	4,16	4,14	4,13
Résultat net publié, pdg (M€)	-45,9	12,9	10,1	10,8
ROE (après impôts) (%)	-28,6	8,80	6,00	6,40
Taux d'endettement (%)	67,2	49,0	46,9	48,4

[Valorisation](#) - [Comptes](#)

## Géographie du chiffre d'affaires



Europe (47,9 %)
Americas (18,8 %)
Other (33,3 %)

## Compte d'Exploitation Consolidé

	12/10A	12/11E	12/12E
Chiffre d'affaires	M€ 512	551	559
Croissance du CA	% 13,3	7,62	1,47
Variation des coûts de personnel	% -1,37	3,58	3,47
EBITDA	M€ 28,9	34,1	35,6
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>% 6,78</b>	<b>7,24</b>	<b>7,40</b>
Dotations aux amortissements	M€ -9,10	-9,40	-9,65
Résultat opérationnel courant	M€ 18,8	23,6	24,6
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€ 21,3</b>	<b>22,8</b>	<b>23,1</b>
Résultat financier net	M€ -9,90	-10,2	-9,90
dt serv. des engagts de retraites	M€	-0,16	-0,31
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€		
Impôts sur les sociétés	M€ 1,60	-2,55	-2,60
Mises en équivalence	M€ 0,20	0,25	0,45
Intérêts minoritaires	M€ -0,10	-0,25	-0,25
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€ 11,2</b>	<b>10,1</b>	<b>10,8</b>
NOPAT	M€ 13,9	16,3	16,8

## Tableau De Financement

EBITDA	M€ 28,9	34,1	35,6
Variation du BFR	M€ -6,90	-12,7	-7,60
Dividendes reçus des SME	M€ 0,30	0,70	0,50
Impôt payé	M€	-2,55	-2,60
Eléments exceptionnels	M€ 0,00	0,00	0,00
Autres cash flow d'exploitation	M€ -21,5	-17,0	-15,0
Cash flow d'exploitation total	M€ 0,80	2,55	10,9
Investissements matériels	M€ -5,80	-6,00	-6,00
Flux d'investissement net	M€ -7,20	-6,00	-6,00
Charges financières nettes	M€ -9,90	-10,2	-9,90
Dividendes (maison mère)	M€ 0,00	0,00	0,00
Dividendes payés aux minoritaires	M€ 0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€ 5,10	0,60	1,20
Flux financiers totaux	M€ 20,3	-12,9	-6,39
Variation de la trésorerie	M€ 18,1	-15,7	-1,54
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€ -14,9</b>	<b>-13,7</b>	<b>-5,05</b>

## Données Par Action

Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio 12,8	13,0	13,6
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio 15,9	21,5	21,8
<b>BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)</b>	<b>€ 0,72</b>	<b>0,47</b>	<b>0,50</b>
Actif net réévalué par action	€		
<b>Dividende net par action</b>	<b>€ 0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	12,7 €	55 %	● Akzo Nobel
Rendement	0,00 €	20 %	● Solvay
DCF	6,34 €	10 %	● Wendel
P/E	4,14 €	10 %	● Bolloré
Cours/Actif net comptable	7,47 €	5 %	● Eurazeo
Objectif de cours	8,41 €	100 %	● Groupe Bruxelles L...
			● Sonae

### Calcul NAV/SOTP

## Bilan

	12/10A	12/11E	12/12E
Survaleurs	M€ 65,8	61,7	61,7
Total actif incorporel	M€ 70,9	66,8	66,8
Immobilisations corporelles	M€ 59,4	55,4	51,2
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€ 18,3	16,9	16,9
BFR	M€ 61,9	74,6	82,2
Autres actifs courants	M€ 34,3	44,0	40,0
Actif total (net des engagements CT)	M€ 260	268	267
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€ 168</b>	<b>168</b>	<b>170</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€		
Intérêts minoritaires	M€ 6,70	6,70	6,70
Provisions pour retraite	M€ 10,0	10,8	10,8
Autres prov. pour risques et charges	M€ 8,40	10,0	10,0
Total des prov. pr risques et charges	M€ 18,4	20,8	20,8
Charges d'IS	M€ -17,7	-20,0	-22,0
Autres charges	M€ 10,0	10,2	10,0
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€ 75,1</b>	<b>82,3</b>	<b>81,9</b>
Passifs totaux	M€ 260	268	267

## Capitaux Employés

Capitaux investis	M€ 228	234	237
-------------------	--------	-----	-----

## Ratios De Profits & Risques

<b>ROE (après impôts)</b>	%	<b>8,80</b>	<b>6,00</b>	<b>6,40</b>
Rendement des capitaux investis	%	7,88	8,72	8,82
<b>Ratio d'endettement</b>	%	<b>49,0</b>	<b>46,9</b>	<b>48,4</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	2,67	2,56	2,46
Couverture des frais financiers	x	1,90	2,35	2,57

## Ratios de valorisation

<b>PER ajusté</b>	x	<b>6,16</b>	<b>10,1</b>	<b>7,90</b>
Rendement du cash flow disponible	%	-26,4	-22,3	-9,49
P/ANC	x	0,34	0,37	0,31
<b>Rendement du dividende</b>	%	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

## Valeur d'Entreprise

Capitalisation boursière	M€ 56,5	61,3	53,2
+ Provisions	M€ 18,4	20,8	20,8
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€ 0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€ 75,1	82,3	81,9
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€ 17,7	20,0	20,0
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€ 18,3	16,9	16,9
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€ 6,70	6,70	6,70
= Valeur d'entreprise	M€ 156	174	166
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x 4,50</b>	<b>4,37</b>	<b>4,01</b>
VE/CA	x 0,30	0,32	0,30

Analyste : Véronique Colas, Changements de prévisions : 23/11/2011.