

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

Perte de 16 m€ le groupe retrouve une certaine marge de manœuvre

Publication Res./CA - 24/01/2013

■ Actualité

Le 21 janvier 2013, Chargeurs a publié un chiffre d'affaires en baisse de 5 %, à 525 m€ (sans surprise) et une perte provisoire de 16 m€ pour 2012. Ces résultats sont surprenants, car nous avions anticipé une perte de 1,6 m€. Les détails seront publiés le 15 mars prochain. Le groupe a également précisé que sa dette nette va ressortir à 33 m€ environ pour 2012, ce qui constitue une réduction significative, inattendue, et très bienvenue, en comparaison des 81 m€ de l'exercice précédent. Ces chiffres sont une excellente nouvelle qui souligne la détermination du groupe à vouloir se débarrasser des contraintes liées au financement bancaire mis en place dans le cadre de sa restructuration en 2008-2009.

■ Analyse

Le chiffre d'affaires du T4 2012 met en évidence un certain redressement de tendance dans un exercice qui s'annonçait pourtant déplorable. Le chiffre d'affaires de Chargeurs Films de Protection est en hausse de 7 % en glissement annuel et confirme un progrès constant dans un contexte macroéconomique toutefois peu porteur. Parallèlement, Chargeurs Interlining qui a souffert en 2012 d'une diminution de la demande a enregistré une croissance de 10 % de ses volumes au cours du T4, un renversement total par rapport aux trimestres précédents. Le chiffre d'affaires de Chargeurs Wool a enregistré, quant à lui, une forte baisse (-35 % sur un an) qui s'explique par la cession de 50 % de ses activités en Amérique Latine, impliquant la déconsolidation des filiales situées dans cette région (comptant donc pour -20 %) et une contraction de l'activité reflétée pour le solde de la variation. La cession et la déconsolidation d'une partie de l'activité Laine ont une incidence importante sur la réduction de la dette nette du groupe.

La légère hausse de l'activité au T4 n'a pas suffi à rétablir la situation en ce qui concerne le résultat net. La perte nette inattendue de 16 m€ est imputable à une contraction de 17 m€ du Rex 2012 revenant à 7 m€. Nous avions anticipé une baisse à 9 m€. À la contraction des marges d'exploitation des différentes branches d'activité (surtout pour Interlining qui a souffert de la baisse des volumes) il faut ajouter des éléments exceptionnels additionnels, tels que coûts de restructuration et dépréciations (5 m€) d'une partie des actifs d'impôts différés, qui peuvent être reportées. Cette question technique sans effet sur la trésorerie est le reflet du durcissement des contraintes fiscales françaises relatives à l'utilisation des actifs d'impôts et la reconnaissance du fait que le flux prévisible de bénéfices est plus faible que celui qui était prévu il y a un an. Nous révisons nos prévisions de bénéfices pour tenir compte de ces éléments.

Au-delà de ces résultats d'exploitation décevants, la nouvelle réellement frappante est celle de la contraction drastique de la dette nette. Elle constitue un exploit, dans la mesure où le contexte était loin d'être favorable. L'activité Laine est pour beaucoup dans cette réduction. L'effet mécanique de la déconsolidation a contribué pour une part à cette réduction, mais le groupe s'est aussi efforcé d'être de plus en plus sélectif sur le financement des activités, en réduisant fortement ses besoins en fonds de roulement. En outre, une recherche constante de simplification de la structure juridique lui a permis de récupérer de la trésorerie au sein de nombreuses filiales.

L'avantage est évidemment de réduire la facture d'intérêts à venir, une facture salée, puisque le groupe a dû recourir à la restructuration de ses lourdes dettes en 2008. Le groupe pourrait économiser environ 2 m€ avant impôts. Chargeurs devrait, en outre, recouvrer une plus grande marge

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

Achat	Potentiel : 167 %
Cours objectif à 6 mois	8,61 €
Cours	3,23 €
Capitalisation boursière M€	43,5
Momentum du cours	FORT
Extrême 12 mois	2,49 ▶ 4,23
Newsflow	Neutre
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA


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


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-1,82 %	11,4 %	12,9 %	-17,8 %
Autres Financières	0,59 %	4,48 %	17,7 %	19,7 %
STOXX 600	0,77 %	2,75 %	7,38 %	12,1 %

Dernière maj : 24/01/2013	12/10A	12/11A	12/12E	12/13E
PER ajusté (x)	6,16	10,1	-6,86	7,81
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	5,24	5,44	4,10	3,16
BPA ajusté (€)	0,72	0,47	-0,46	0,41
Croissance des BPA (%)		-35,2		
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (M€)	512	552	525	467
Marge opérationnelle (%)	4,16	4,29	1,30	3,97
Résultat net publié, pdg (M€)	12,9	10,5	-15,9	8,90
ROE (après impôts) (%)	8,44	5,31	-7,17	4,57
Taux d'endettement (%)	42,0	35,9	28,9	14,2

[Valorisation - Comptes](#)

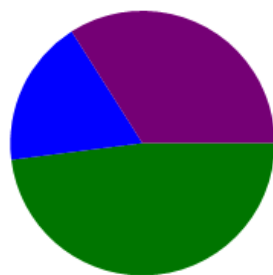
de manœuvre en matière de gestion de ses actifs et dans la mise en œuvre de sa stratégie, dans un contexte de réduction des financements de la part des banques. Cela pourrait s'avérer essentiel dans les années à venir.

■ Impact

2012 doit être fortement révisé à la baisse pour tenir compte des piètres performances de 2012, aggravées par les coûts exceptionnels et par les coûts de restructuration. À première vue, les prévisions pour 2013 et 2014 n'ont pas besoin d'être revues en baisse, car la reprise de l'activité au T4 2012 est annonciatrice d'une tendance plus positive.

Pour Chargeurs, il est aujourd'hui déterminant de clamer haut et fort qu'avec une base d'actifs certes modeste, mais solide, le groupe peut désormais passer en mode croissance.

Géographie du chiffre d'affaires



■ Europe (48,0 %)
■ Americas (18,0 %)
■ Other (34,0 %)

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	12,8 €	55 %	● Akzo Nobel
Rendement	0,00 €	20 %	● Solvay
DCF	8,81 €	10 %	● Wendel
P/E	3,83 €	10 %	● Bolloré
Cours/Actif net comptable	6,46 €	5 %	● Groupe Bruxelles L...
Objectif de cours	8,61 €	100 %	● Sonae
			● Hal Trust
			● Eurazeo

[Calcul NAV/SOTP](#)

Compte d'exploitation consolidé

		12/11A	12/12E	12/13E
Chiffre d'affaires	M€	552	525	467
Croissance du CA	%	7,83	-4,96	-11,1
Variation des coûts de personnel	%	4,87	-0,53	-1,99
EBITDA	M€	30,9	23,8	30,0
Marge d'EBITDA(R)	%	6,65	5,64	7,75
Dotations aux amortissements	M€	-9,00	-10,0	-10,0
Résultat opérationnel courant	M€	20,8	11,8	18,5
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	23,7	6,80	18,0
Résultat financier net	M€	-10,4	-11,8	-8,50
dt serv. des engagts de retraites	M€	0,00	-0,46	-0,61
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€		-4,00	
Impôts sur les sociétés	M€	-4,50	-6,12	-2,00
Mises en équivalence	M€	1,20	1,20	1,40
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Résultat net ajusté, pdg	M€	10,5	-11,9	8,90
NOPAT	M€	17,8	6,28	14,4

Tableau de financement

		12/11A	12/12E	12/13E
EBITDA	M€	30,9	23,8	30,0
Variation du BFR	M€	-30,0	21,5	-2,10
Dividendes reçus des SME	M€	0,70	0,70	0,70
Impôt payé	M€	-4,00	-6,12	-2,00
Eléments exceptionnels	M€	0,00	0,00	0,00
Autres cash flow d'exploitation	M€	1,35	-5,00	-5,00
Cash flow d'exploitation total	M€	-1,05	34,9	21,6
Investissements matériels	M€	-4,50	-3,00	-5,00
Flux d'investissement net	M€	-4,40	2,60	-5,00
Charges financières nettes	M€	-10,4	-11,8	-8,50
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€	0,50	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	-9,90	-11,3	-7,89
Variation de la trésorerie	M€	-14,7	46,1	8,66
Cash flow disponible (avant div)	M€	-16,0	20,1	8,05

Données par action

		12/11A	12/12E	12/13E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	21,5	21,5	21,5
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	21,5	21,5	21,5
BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)	€	0,47	-0,46	0,41
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00

Bilan

		12/11A	12/12E	12/13E
Survaleurs	M€	66,8	60,0	60,0
Total actif incorporel	M€	71,6	64,8	64,8
Immobilisations corporelles	M€	56,9	49,6	44,3
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	19,6	19,0	19,0
BFR	M€	83,4	61,9	64,0
Autres actifs courants	M€	41,6	37,0	38,0
Actif total (net des engagements CT)	M€	288	244	241
Capitaux propres part du groupe	M€	196	192	197
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	7,20	6,70	6,70
Provisions pour retraite	M€	10,7	12,0	12,1
Autres prov. pour risques et charges	M€	6,00	6,00	6,00
Total des prov. pr risques et charges	M€	16,7	18,0	18,1
Charges d'IS	M€	-17,8	-13,0	-13,0
Autres charges	M€	6,70	8,00	8,00
Endettement net / (trésorerie)	M€	78,6	32,5	23,8
Passifs totaux	M€	288	244	241

Capitaux employés

		12/11A	12/12E	12/13E
Capitaux investis	M€	247	210	207

Ratios de profits & risques

		12/11A	12/12E	12/13E
ROE (après impôts)	%	5,31	-7,17	4,57
Rendement des capitaux investis	%	8,85	4,92	9,06
Ratio d'endettement	%	35,9	28,9	14,2
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	2,56	1,60	1,07
Couverture des frais financiers	x	2,00	1,04	2,35

Ratios de valorisation

		12/11A	12/12E	12/13E
PER ajusté	x	10,1	-6,86	7,81
Rendement du cash flow disponible	%	-15,7	29,5	11,6
P/ANC	x	0,52	0,35	0,35
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

		12/11A	12/12E	12/13E
Capitalisation boursière	M€	101	68,1	69,5
+ Provisions	M€	16,7	18,0	18,1
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	78,6	32,5	23,8
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	15,4	15,0	15,0
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€	19,6	19,0	19,0
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	7,20	6,70	6,70
= Valeur d'entreprise	M€	200	121	114
VE/EBITDA(R)	x	5,44	4,10	3,16
VE/CA	x	0,36	0,23	0,24