

Sociétés holdings / France

48 bd des Batignolles, 75017 Paris - France

Tel +33 (0) 1 70 61 10 50

Email [sales@alphavalue.eu](mailto:sales@alphavalue.eu)Web [WWW.ALPHAVALUE.COM](http://WWW.ALPHAVALUE.COM)

## La dégradation du contexte pèse sur la rentabilité

Publication Res./CA - 03/10/2012

### ■ Actualité

Au S1 2012, le groupe publie un chiffre d'affaires de 283,1m€, soit une baisse de 2,6% par rapport à l'année dernière, avec une baisse significative des volumes de 13,6%, mais une hausse des prix de 7,3% et un effet de changes favorable de 3,7%.

Le résultat d'exploitation s'établit à 8,1 m€, un recul de 44,5% qui affecte toutes les branches d'activité et le résultat net ressort à 1,2 m€. Le cash flow opérationnel atteint 12,7m€, ce qui a permis une diminution de la dette nette de 11,8 m€. L'objectif du groupe est de continuer à réduire de manière drastique sa dette nette.

Le groupe a également annoncé la cession d'une participation de 50% dans les sociétés de Chargeurs Wool en Uruguay à la famille Otegui, représentant un revenu annuel de 28 m€. La transaction s'est élevée à US\$6,5m, sur la base sur la base de leurs fonds propres et les sociétés ont distribué US\$2,8m de dividendes avant la cession. Aucun autre détail n'a été fourni.

### ■ Analyse

Le ralentissement de la croissance chinoise et le contexte économique européen actuel ont fortement perturbé l'activité du groupe et la rentabilité du 1er semestre, particulièrement au cours du T2, et ce bien au-delà de ce que nous avons craint précédemment.

Par conséquent, les chiffres du S1 2012 ont été inférieurs aux prévisions antérieures du groupe qui prévoyait un chiffre d'affaires de 290m€ environ et un résultat opérationnel à quelque 9m€... mais :

- Chargeurs Films de Protection a réussi à répercuter les hausses de prix (notamment grâce à l'indexation sur le prix du polyéthylène) mais les marges d'exploitation ont diminué de 6,8% au S1 2011 à 5% au cours de la période, principalement du fait de la baisse des volumes dû au ralentissement de l'activité dans le secteur de la construction en Europe.

- La marge d'exploitation de Chargeurs Interlining a chuté à 3,7% contre 5,8% l'année dernière, ce qui était un niveau élevé. Le groupe n'anticipe pas de reprise pour le S2 à ce stade et le carnet de commandes n'offre qu'une faible visibilité.

Le "pricing power" du groupe n'a pas suffi à faire face à la tourmente. Le résultat d'exploitation a également été touché par un programme de réduction des coûts mis en œuvre dans Chargeurs Interlining, prévoyant une optimisation des structures de production en France, la réorganisation des structures en Espagne et au Portugal et le regroupement d'entités de production en Chine.

La restructuration de l'usine Intissel ne va pas avoir d'incidence sur la capacité de production: le groupe va « faire mieux avec moins ».

À ce stade, le groupe espère une économie annuelle de 1,4m€ pour l'Europe grâce aux mesures prises au S1.

Pour l'exercice 2012, la direction anticipe désormais un chiffre d'affaires qui devrait atteindre 527m€ (en tenant compte de la cession de la structure en Uruguay) et un résultat opérationnel de l'ordre de 15m€.

### ■ Impact

Nous allons revoir nos prévisions à la baisse (-30%e au niveau opérationnel) afin de tenir compte de la dégradation du contexte économique.

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

Achat	Potentiel : 216 %
Cours objectif à 6 mois	8,28 €
Cours	2,62 €
Capitalisation boursière M€	34,5
Momentum du cours	<b>NÉGATIF</b>
Extrême 12 mois	2,49 ▶ 4,23
Newsflow	Neutre
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA

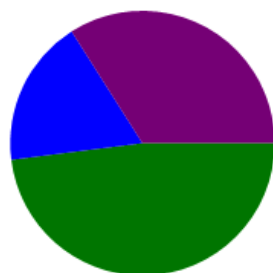

[Téléchargez l'analyse complète](#)
[Page valeur](#)


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-1,50 %	-4,38 %	-3,68 %	-27,8 %
Autres Financières	-1,22 %	4,09 %	5,67 %	11,8 %
STOXX 600	-1,51 %	2,02 %	6,59 %	20,1 %

Dernière maj : 04/05/2012	12/10A	12/11A	12/12E	12/13E
PER ajusté (x)	6,16	10,1	7,22	5,84
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	4,13	4,35	3,67	3,47
BPA ajusté (€)	0,72	0,47	0,36	0,45
Croissance des BPA (%)		-35,2	-22,1	23,7
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (M€)	512	552	549	557
Marge opérationnelle (%)	4,16	4,29	4,04	4,17
Résultat net publié, pdg (M€)	12,9	10,5	7,79	9,64
ROE (après impôts) (%)	8,44	5,31	4,02	5,02
Taux d'endettement (%)	42,0	35,9	43,3	45,2

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

## 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	6,06 €	10 %	● Wendel
P/E	3,82 €	10 %	● Bolloré
Cours/Actif net comptable	5,24 €	5 %	● Groupe Bruxelles L...
Objectif de cours	8,28 €	100 %	● Sonae
			● Hal Trust
			● Eurazeo

Calcul NAV/SOTP

## Compte d'exploitation consolidé

	12/11A	12/12E	12/13E
Chiffre d'affaires	M€ 552	549	557
Croissance du CA	% 7,83	-0,56	1,45
Variation des coûts de personnel	% 4,87	2,96	3,49
EBITDA	M€ 30,9	32,8	34,7
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>% 6,65</b>	<b>7,03</b>	<b>7,34</b>
Dotations aux amortissements	M€ -9,00	-9,40	-10,0
Résultat opérationnel courant	M€ 20,8	22,1	23,2
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€ 23,7</b>	<b>21,1</b>	<b>23,2</b>
Résultat financier net	M€ -10,4	-11,2	-11,1
dt serv. des engagts de retraites	M€ 0,00	-0,45	-0,62
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€		
Impôts sur les sociétés	M€ -4,50	-3,30	-3,90
Mises en équivalence	M€ 1,20	1,20	1,40
Intérêts minoritaires	M€ 0,00	0,00	0,00
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€ 10,5</b>	<b>7,79</b>	<b>9,64</b>
NOPAT	M€ 17,8	16,3	18,1

## Tableau de financement

EBITDA	M€ 30,9	32,8	34,7
Variation du BFR	M€ -30,0	-13,6	-7,00
Dividendes reçus des SME	M€ 0,70	0,70	0,70
Impôt payé	M€ -4,00	-3,30	-3,90
Eléments exceptionnels	M€ 0,00	0,00	0,00
Autres cash flow d'exploitation	M€ 1,35	-9,00	-9,00
Cash flow d'exploitation total	M€ -1,05	7,59	15,5
Investissements matériels	M€ -4,50	-5,20	-5,30
Flux d'investissement net	M€ -4,40	-5,20	-5,30
Charges financières nettes	M€ -10,4	-11,2	-11,1
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	-23,9	-10,5
Variation de la trésorerie	M€ -14,7	-21,5	-0,29
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€ -16,0</b>	<b>-8,81</b>	<b>-0,91</b>

## Données par action

Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio 13,0	13,0	13,0
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio 21,5	21,5	21,5
<b>BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)</b>	<b>€ 0,47</b>	<b>0,36</b>	<b>0,45</b>
Actif net réévalué par action	€		
<b>Dividende net par action</b>	<b>€ 0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

## Bilan

	12/11A	12/12E	12/13E
Survaleurs	M€ 66,8	66,8	66,8
Total actif incorporel	M€ 71,6	71,6	71,6
Immobilisations corporelles	M€ 56,9	52,2	47,1
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€ 19,6	19,6	19,6
BFR	M€ 83,4	97,0	104
Autres actifs courants	M€ 41,6	40,0	40,0
Actif total (net des engagements CT)	M€ 288	293	295
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€ 196</b>	<b>191</b>	<b>193</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€		
Intérêts minoritaires	M€ 7,20	6,70	6,70
Provisions pour retraite	M€ 10,7	12,3	12,4
Autres prov. pour risques et charges	M€ 6,00	6,00	6,00
Total des prov. pr risques et charges	M€ 16,7	18,3	18,4
Charges d'IS	M€ -17,8	-17,8	-17,8
Autres charges	M€ 6,70	8,00	8,00
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€ 78,6</b>	<b>87,0</b>	<b>87,3</b>
Passifs totaux	M€ 288	293	295

## Capitaux employés

Capitaux investis	M€ 247	255	257
-------------------	--------	-----	-----

## Ratios de profits & risques

<b>ROE (après impôts)</b>	%	<b>5,31</b>	<b>4,02</b>	<b>5,02</b>
Rendement des capitaux investis	%	8,85	7,96	8,72
<b>Ratio d'endettement</b>	%	<b>35,9</b>	<b>43,3</b>	<b>45,2</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	2,56	2,64	2,50
Couverture des frais financiers	x	2,00	2,05	2,22

## Ratios de valorisation

<b>PER ajusté</b>	x	<b>10,1</b>	<b>7,22</b>	<b>5,84</b>
Rendement du cash flow disponible	%	-26,0	-25,8	-2,66
P/ANC	x	0,31	0,18	0,18
<b>Rendement du dividende</b>	%	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

## Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	M€ 61,3	34,2	34,2
+ Provisions	M€ 16,7	18,3	18,4
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€ 0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€ 78,6	87,0	87,3
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€ 15,4	15,0	15,0
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€ 19,6	19,6	19,6
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€ 7,20	6,70	6,70
= Valeur d'entreprise	M€ 160	142	142
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x 4,35</b>	<b>3,67</b>	<b>3,47</b>
VE/CA	x 0,29	0,26	0,25

Analyste : Véronique Colas, Changements de prévisions : 04/05/2012.