

Sociétés holdings / France

48 bd des Batignolles, 75017 Paris - France

Tel +33 (0) 1 70 61 10 50

Email sales@alphavalue.euWeb WWW.ALPHAVALUE.COM

Résistance des prix, baisse des volumes

Publication Res./CA - 26/11/2012

■ Actualité

Au T3 2012, le groupe a publié un chiffre d'affaires de 124,9 m€, en baisse de 6 % par rapport à l'année dernière, avec une baisse des volumes (-8,5 %) et des prix (-2,6 %), mais avec un effet de change favorable de 5,1 %.

Sur 9 mois, le chiffre d'affaires a diminué de 3,7 %, principalement en raison de la baisse des volumes (-12 %) et en dépit d'un effet prix (+4,2%) et d'un effet de change (+4,2% également) positifs.

Le Groupe a indiqué qu'avec l'application des dernières mesures fiscales annoncées en France et relatives aux « résultats actualisés des plans à 5 ans des sociétés françaises du groupe », ses actifs d'impôts différés devraient être réduits d'environ 5 m€.

Pour l'exercice 2012, compte tenu des conditions économiques difficiles, Chargeurs a prévu une charge exceptionnelle de 6 m€ pour son programme stratégique de réduction des coûts. Ce programme générera des économies de 4 m€ par an dès 2013.

■ Analyse

Le contexte économique toujours défavorable en Europe et le ralentissement de la croissance en Asie ont encore pénalisé l'activité du groupe au T3.

- Le chiffre d'affaires de Chargeurs Films de Protection a augmenté de 4 % par rapport au T3 11, essentiellement tiré par les volumes, tandis que les prix ont été affectés par la volatilité du prix du polyéthylène (l'impact n'a pas pu être intégralement répercuté dans les prix de vente).

- Le chiffre d'affaires de Chargeurs Interlinings a baissé de 6,5 % sur 9 mois, en raison de baisse de la demande et des volumes (-10,6 %). Chargeurs a mis en œuvre son programme de réduction des coûts en Europe et en Asie, à travers l'optimisation de ses unités de production en France, une réorganisation dans la péninsule ibérique et la consolidation des unités de production en Chine.

- Chargeurs Wool a continué à souffrir en raison d'une baisse des volumes de 22,3 % et de la raréfaction des financements bancaires, ce qui a conduit le groupe à réduire ses capacités de production en Chine et à mettre en œuvre un plan de réduction des coûts en Australie et en Argentine.

Le groupe ayant réussi à bien gérer son BFR, nous anticipons maintenant une réduction de la dette nette à 60 m€ maximum à la fin 2012, en ligne avec les objectifs de la Direction.

■ Impact

Nos chiffres tiennent compte des perspectives révisées (après la publication du communiqué relatif au S1) ainsi que des charges de restructuration exceptionnelles de 6 m€ annoncées le 15 novembre.

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

Achat	Potentiel : 165 %
Cours objectif à 6 mois	8,47 €
Cours	3,20 €
Capitalisation boursière M€	43,1
Momentum du cours	BON
Extrême 12 mois	2,49 ▶ 4,23
Newsflow	Neutre
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA

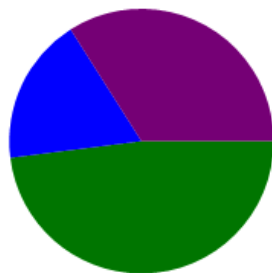

[Téléchargez l'analyse complète](#)
[Page valeur](#)


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	27,0 %	13,5 %	11,5 %	0,63 %
Autres Financières	4,85 %	4,68 %	6,16 %	21,6 %
STOXX 600	3,98 %	1,41 %	2,11 %	24,1 %

Dernière maj : 26/11/2012	12/10A	12/11A	12/12E	12/13E
PER ajusté (x)	6,16	10,1	ns	10,9
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	5,24	5,44	4,73	4,06
BPA ajusté (€)	0,72	0,47	-0,03	0,29
Croissance des BPA (%)		-35,2		
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (M€)	512	552	527	500
Marge opérationnelle (%)	4,16	4,29	1,71	3,70
Résultat net publié, pdg (M€)	12,9	10,5	-1,62	6,30
ROE (après impôts) (%)	8,44	5,31	-0,32	3,34
Taux d'endettement (%)	42,0	35,9	36,3	31,6

[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	9,05 €	10 %	● Wendel
P/E	2,19 €	10 %	● Bolloré
Cours/Actif net comptable	6,40 €	5 %	● Groupe Bruxelles L...
Objectif de cours	8,47 €	100 %	● Sonae
			● Hal Trust
			● Eurazeo

[Calcul NAV/SOTP](#)

Compte d'exploitation consolidé

		12/11A	12/12E	12/13E
Chiffre d'affaires	M€	552	527	500
Croissance du CA	%	7,83	-4,55	-5,12
Variation des coûts de personnel	%	4,87	-0,53	-1,99
EBITDA	M€	30,9	25,7	30,0
Marge d'EBITDA(R)	%	6,65	5,98	7,23
Dotations aux amortissements	M€	-9,00	-9,40	-10,0
Résultat opérationnel courant	M€	20,8	15,0	18,5
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	23,7	9,00	18,0
Résultat financier net	M€	-10,4	-11,2	-11,1
dt serv. des engagts de retraites	M€	0,00	-0,46	-0,61
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€			
Impôts sur les sociétés	M€	-4,50	0,38	-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	-1,62	6,30
NOPAT	M€	17,8	7,82	14,4

Tableau de financement

		12/11A	12/12E	12/13E
EBITDA	M€	30,9	25,7	30,0
Variation du BFR	M€	-30,0	12,0	0,90
Dividendes reçus des SME	M€	0,70	0,70	0,70
Impôt payé	M€	-4,00	0,38	-2,00
Eléments exceptionnels	M€	0,00	0,00	0,00
Autres cash flow d'exploitation	M€	1,35	-12,0	-12,0
Cash flow d'exploitation total	M€	-1,05	26,8	17,6
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	-11,2	-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	-10,7	-10,5
Variation de la trésorerie	M€	-14,7	18,6	2,06
Cash flow disponible (avant div)	M€	-16,0	12,6	1,45

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	-0,03	0,29
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	66,8	66,8
Total actif incorporel	M€	71,6	71,6	71,6
Immobilisations corporelles	M€	56,9	50,2	44,9
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	19,6	19,6	19,6
BFR	M€	83,4	71,4	70,5
Autres actifs courants	M€	41,6	40,0	40,0
Actif total (net des engagements CT)	M€	288	266	260
Capitaux propres part du groupe	M€	196	191	187
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	-17,8	-17,8
Autres charges	M€	6,70	8,00	8,00
Endettement net / (trésorerie)	M€	78,6	60,0	57,9
Passifs totaux	M€	288	266	260

Capitaux employés

		12/11A	12/12E	12/13E
Capitaux investis	M€	247	228	222

Ratios de profits & risques

		12/11A	12/12E	12/13E
ROE (après impôts)	%	5,31	-0,32	3,34
Rendement des capitaux investis	%	8,85	5,22	8,47
Ratio d'endettement	%	35,9	36,3	31,6
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	2,56	2,38	2,02
Couverture des frais financiers	x	2,00	1,40	1,76

Ratios de valorisation

		12/11A	12/12E	12/13E
PER ajusté	x	10,1	ns	10,9
Rendement du cash flow disponible	%	-15,7	18,3	2,11
P/ANC	x	0,52	0,36	0,37
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

		12/11A	12/12E	12/13E
Capitalisation boursière	M€	101	68,8	68,8
+ 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	60,0	57,9
+ 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€	200	149	147
VE/EBITDA(R)	x	5,44	4,73	4,06
VE/CA	x	0,36	0,28	0,29

Analyste : Véronique Colas, Changements de prévisions : 26/11/2012.