

LAFUMA

11/06/2013

Cours (11/06/2013)
Juste Valeur

12,59 €
12,70 €

DONNEES BOURSIERES

| | |
|--------------------------|--------------|
| Euronext Allshare | |
| Cotation | Continu |
| Capitalisation Boursière | 43,8 M€ |
| Flottant | 13,7 M€ |
| Nb d'actions | 3 487 934 |
| Volume Moyen (nb/j) | 3 030 titres |
| Plus haut sur 12 mois | 27,90 € |
| Plus bas sur 12 mois | 12,20 € |
| Code | LAF |
| Code Bloomberg | LAF:FP |
| Code Isin | FR0000035263 |

ACTIONNARIAT

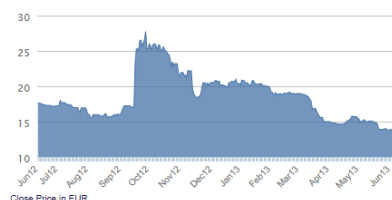
| | |
|--------------------|-------|
| Groupe Calida | 15,2% |
| Groupe Comir | 20,0% |
| CDC | 14,6% |
| Fortis | 7,7% |
| Jean-Pierre Millet | 11,2% |
| Public | 31,3% |

CHIFFRES CLES

| RATIOS | 2009/10 | 2010/11p | 2011/12p | 2012/13e | 2013/14e |
|---------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| PE | ns | 11,3 | ns | ns | ns |
| P / CAF | 12,3x | 3,8x | 9,8x | NS | 7,8x |
| P / CA | 18% | 20% | 20% | 23% | 22% |
| VE / CA | 37% | 41% | 35% | 40% | 39% |
| VE / EBITDA | 7,0x | 5,4x | 7,6x | ns | 7,0x |
| VE / ROC | ns | 9,5x | -10,2x | -1,2x | 17,4x |
| Rendement net | 0,3% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

CALENDRIER PUBLICATIONS

PERFORMANCE SUR 1 AN



Source : Infineals

| CHIFFRES CLES (m€) | 2009/10 | 2010/11p | 2011/12p | 2012/13e | 2013/14e |
|--------------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| CA | 245,5 | 224,2 | 224,5 | 190,0 | 200,2 |
| var | -3,7% | -9% | 0% | -15,4% | 5,3% |
| ROC | 3,0 | 10,4 | 3,6 | -6,4 | 6,5 |
| moc en % | 1,2% | 4,6% | 1,6% | -3,4% | 3,3% |
| RNpg publié | -3,6 | 3,9 | -15,2 | -61,7 | -0,1 |
| marge nette | -1,5% | 1,7% | -6,8% | -32,4% | -0,1% |
| ROCE | 2% | 7% | 3% | -8% | 8% |
| ROE | -3% | 3% | -16% | -183% | 5% |
| Gearing | 43% | 43% | 36% | 95% | 106% |

RESULTATS DU PREMIER SEMESTRE 2012/2013

Le groupe a publié sur le semestre des résultats en très fortes pertes, très loin de nos estimations.

Pour rappel, le chiffre d'affaires du premier semestre publié en avril dernier est en baisse de près de 16% (soit -19,5M€ en valeur) par rapport au S1 2011-12 à 102,9M€ (cf. commentaire du 24/04/2013).

| en M€ | S1 publié 2012/2013 | S1 estimé VD Equity | S1 2011/12 retraité | %var |
|-----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------|
| CA | 102,93 | 102,70 | 122,44 | -15,9% |
| Marge brute | 53,06 | 54,64 | 63,39 | -16,3% |
| taux marge brute | 51,5% | 53,2% | 51,8% | |
| ROC | -4,31 | 0,64 | 5,33 | -180,7% |
| marge opérationnelle | -4,2% | 0,6% | 4,4% | |
| Résultat Opérationnel | -58,44 | -1,9 | 4,80 | na |
| Résultat net pdg | -59,96 | -2,9 | 0,88 | na |
| marge nette | -58,3% | -2,8% | 0,7% | |
| CAF | -2,36 | 0,70 | 5,25 | -145,0% |

LAFUMA

2/4

Concomitamment à la baisse du chiffre d'affaires, la marge brute recule de 10M€ en valeur, à 53,1M€ vs 63,4M€ au S1 2011/12. Le taux de marge reste toutefois relativement stable à 51,5% vs 51,8%, la baisse de la marge brute étant largement liée au manque à gagner en termes de chiffre d'affaires sans effet déstockages significatifs.

Cette baisse de 10M€ se retrouve dans la baisse du résultat opérationnel courant, les autres charges étant pour une large partie des frais fixes. Le poids relatifs des charges d'exploitation augmente ainsi significativement. Les autres charges externes et les charges de personnels représentent chacune 25% du CA contre respectivement 23 % et 20,5% au S1 2011/12. Le résultat opérationnel courant ressort ainsi à -4,3M€ (0,6M€ attendu) vs 5,3M€ au S1 2011/12.

Le résultat opérationnel, en perte de 58,4M€, est largement impacté par des éléments non récurrents. En effet, compte tenu de la situation actuelle d'Oxbow, le groupe considère que le business plan à 5 ans, réalisé lors de l'exercice précédent, et qui avait servi de base à une dépréciation de la marque de 11M€ à fin septembre 2012, ne pourra pas être tenu. En conséquence le groupe a totalement déprécié la marque Oxbow pour un montant additionnel de 37,1M€. Par ailleurs, au vu de la situation économique actuelle, le groupe estime qu'il devrait y avoir des opérations de déstockages significatives à venir. Les stocks ont donc été dépréciés de 10M€. De plus face à un ralentissement des encaissements, le groupe a déprécié certains comptes clients pour un montant global de 2M€. Ces dépréciations concernent pour une large partie les stocks et les clients d'Oxbow.

Le résultat financier ressort à -1,4M€ contre -1,3M€ au S1 2011/12, malgré un niveau d'endettement moyen inférieur à celui du S1 2011/12, en raison d'une hausse du coût de la dette lié à l'emprunt Micado.

Après impact 1/ de la contribution aux pertes de la JV chinoise pour 1,4M€ 2/ d'un impôt de +4,6M€, intégrant notamment l'annulation d'un impôt différé actif lié à la marque Oxbow pour 8,7M€, 3/ d'une perte sur les actifs destinés à être cédés ou abandonnés de 3,5M€, le résultat net global du groupe ressort à 60,1M€.

| en M€ | S1 2012/13 publié | S1 2011/12 retraité | % var |
|-----------------------------|----------------------|------------------------|---------|
| pôle great outdoor | | | |
| Chiffre d'affaires | 39,1 | 47,0 | -16,75% |
| Résultat opérationnel | -5,08 | 2,6 | |
| <i>marge opérationnelle</i> | <i>-13,00%</i> | <i>5,50%</i> | |
| pôle Surf | | | |
| Chiffre d'affaires | 17,57 | 27,1 | -35,11% |
| Résultat opérationnel | -10,51 | -1,3 | |
| <i>marge opérationnelle</i> | <i>-59,82%</i> | <i>-4,86%</i> | |
| pôle Montagne | | | |
| Chiffre d'affaires Montagne | 46,27 | 48,4 | -4,42% |
| Résultat opérationnel | -0,37 | 4,1 | |
| <i>marge opérationnelle</i> | <i>-0,81%</i> | <i>8,40%</i> | |

source : Etats Financiers consolidés au 31 mars 2013 p9

L'ensemble des pôles est en perte. Toutefois c'est encore le pôle Surf qui subit la plus forte dégradation alors que le pôle Montagne résiste plutôt bien sur le semestre.

| | S1 2012/2013 | S1 2011/2012 (non retraits)* |
|--------------------------------|--------------|---------------------------------|
| Actif immobilisé | 33 | 97 |
| BFR | 41 | 78 |
| Total actif | 73 | 175 |
| Capitaux propres et provisions | 36 | 114 |
| Dette nette | 38 | 61 |
| Total passif | 73 | 175 |
| BFR en j de CA | 71 | 106 |
| gearing | 106,2% | 54,4% |

- Absence de bilan retraité au S1 2011/12

Ces résultats fortement négatifs ont un impact non négligeable sur les fonds propres qui ressortent à 34M€ vs 95M€ au 30 septembre 2012 (bilan retraité). La dette nette ressort à plus de 36M€ contre 17M€ au 30 septembre 2012, après remboursement du crédit syndiqué concernant la cession de Le Chameau (10M€) et compte tenu de l'encaissement du crédit vendeur de Le Chameau (14M€) et de l'emprunt Mikado (4M€).

Le gearing ressort ainsi à plus de 100% au 31 mars 2013

Les actifs sont quant à eux largement affectés par les dépréciations de valeur évoquées précédemment.

Plan de réorganisation du groupe

Compte tenu de ses difficultés le groupe a annoncé un plan de réorganisation globale qui passera par :

- une refonte totale des pôles pour assurer la pérennité des différentes marques et relancer le développement des marques en difficulté. Le groupe sera désormais organisé autour de 3 grands pôles : Le Mobilier fera l'objet d'un pôle à part entière qui sera géré à Anneyron, l'Outdoor et la Montagne (Lafuma, Millet, Eider) seront regroupés en un même pôle à Annecy qui deviendra le siège social du groupe et le Surf restera indépendant et sera basé à Mérignac. Chacun des pôles disposera de ses propres structures managériales, commerciales, marketing, bureau d'étude, fonctions support ...
- une rationalisation du portefeuille clients avec une concentration sur les clients à forte rentabilité et à fort potentiel qui amènera le groupe à baisser son volume d'activité
- une rationalisation des effectifs pour tenir compte du repli du chiffre d'affaire actuel et de la baisse du volume d'activité lié à la rationalisation du portefeuille clients. Cette rationalisation des effectifs passera par deux plans de sauvegarde de l'emploi qui conduiront à la suppression de 78 postes chez Lafuma, dont 60 à Anneyron et 83 poste chez Oxbow. Par ailleurs 46 postes devraient être transférés de Anneyron à Annecy.

Cette réorganisation devrait s'accompagner d'une augmentation de capital qui s'inscrira dans le cadre d'un plan de refinancement global.

LAFUMA

4/4

Perspectives

Cette publication et les informations complémentaires données par le groupe nous ont conduits à modifier nos estimations pour l'exercice.

Par prudence, nous maintenons nos attentes de chiffres d'affaires de 190M€ pour l'exercice, bien que le groupe considère que la baisse du chiffre d'affaires devrait ralentir au S2, soit une baisse globale de 15,4% sur l'exercice.

| en M€ | Anciennes estimations VD Equity | | Nouvelles estimations VD Equity | | |
|---------------------------------|---------------------------------|--------------|---------------------------------|---------------|--------------|
| | 2012/13 | 2013/14 | 2012/13 | 2013/14 | |
| CA | 190,0 | 200,2 | 190,0 | 200,2 | |
| Marge brute | 98,5 | 105,1 | 97,7 | 103,3 | |
| | <i>taux marge brute</i> | <i>51,8%</i> | <i>52,5%</i> | <i>51,4%</i> | <i>51,6%</i> |
| ROC | -3,3 | -0,9 | -6,4 | 6,5 | |
| | <i>marge opérationnelle</i> | <i>-1,7%</i> | <i>-0,4%</i> | <i>-3,4%</i> | <i>3,3%</i> |
| Résultat des sociétés intégrées | -5,8 | -1,9 | -59,4 | 1,4 | |
| Résultats des SME | -1,5 | -0,6 | -2,4 | -1,5 | |
| Résultat net pdg | -7,3 | -2,5 | -61,7 | -0,1 | |
| | <i>marge nette</i> | <i>-3,8%</i> | <i>-1,3%</i> | <i>-32,4%</i> | <i>-0,1%</i> |

En revanche nous révisons à la baisse notre estimation de marge brute, pour prendre en compte un effet déstockage anticipé par le groupe, ainsi que nos anticipations de résultats pour prendre en compte l'impact des éléments non récurrents qui n'avaient pas été anticipés jusqu'alors, l'impact des PSE et une perte de 2,4M€ sur la JV Chinoise sur l'ensemble de l'exercice.

Alors que la société est déjà en rupture de covenant à fin mars, l'absence d'amélioration au second semestre devrait confirmer cette situation.

La situation devrait se redresser en 2014 du fait de la réorganisation et notamment de la rationalisation des effectifs qui permettra d'améliorer le ROC.

En prenant en compte l'ensemble des divers éléments, notre juste valeur ressort à 12,7€ par action.

CONTACTS

Valérie Dieppe

vdieppe@vdequity.com

Téléphone : 06 07 66 22 74

AVERTISSEMENTS

| <i>Rémunération de l'émetteur</i> | <i>Corporate Finance</i> | <i>Conseil</i> | <i>Détention d'actifs de l'émetteur</i> | <i>Communication préalable à l'émetteur</i> |
|---------------------------------------|------------------------------|----------------|---|---|
| Oui | Non | Non | Non | Non |

La société VD Equity a conclu avec la société un contrat pour réaliser cette étude, laquelle a été relue par cette dernière. Néanmoins, cette étude a été réalisée par VD Equity en toute indépendance selon l'éthique et les règles de la profession. VD Equity s'est forgée sa propre opinion sur la base d'informations recueillies aux meilleures sources, sans que toutefois cette dernière ne 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 ne puisse être engagée d'aucune manière à ce titre. VD Equity précise en outre que cette analyse a été réalisée sur pièce et qu'elle ne s'est pas rendue sur place pour visiter les différents sites de production. Cette étude reflète le jugement de VD Equity à la date mentionnée en première page, et peut faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification. Les valorisations sont données à titre indicatif et ne sauraient engager VD Equity. Ces informations sont destinées à un public averti et ne constituent en aucun cas des conseils d'investissement. Aucune partie de l'étude ne peut être diffusée ou reproduite de quelque manière sans l'accord expresse de VD Equity. Ce document ne peut être diffusé au Royaume Uni qu'aux seules personnes autorisées. L'envoi ou la distribution de ce document sont interdites aux USA et à ses ressortissants. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document. Aucune personne n'accepte une quelconque responsabilité pour une perte de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu, ou encore liée d'une quelconque manière au présent document. Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux articles 321-122 à 321-142 du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers.