



Chargeurs

Sociétés holdings / France

[You can continue to receive AlphaValue's Research under MiFID II](#) [Learn more](#)

Livraisons dans les temps

Publication Res./CA - 16/11/2018

Abstraction faite des variations d'un trimestre sur l'autre, Chargeurs tient ses promesses de croissance ciblée et rentable.

Actualité

Chargeurs a publié un chiffre d'affaire en progression de 1% à taux de change et périmètre comparables, en ralentissement par rapport aux trimestres précédents (+2,5% sur 9 mois). Atteignant +11%, la croissance réelle s'explique par la réussite des acquisitions.

Chiffre d'affaires de Chargeurs sur les 9 premiers mois de 2018

In euro millions	Nine months		Change		Third quarter		Change	
	2018	2017	reported	like-for-like *	2018	2017	reported	like-for-like *
Protective Films	217.7	211.0	+3.2%	+1.1%	67.7	67.7	+0.0%	-4.1%
Fashion Technologies	107.8	98.7	+9.2%	+5.9%	39,0	30.9	+26.2%	+2.9%
Technical Substrates	20.4	18.3	+11.5%	-9.3%	5.6	5.8	-3.4%	-43.1%
Luxury Materials	75.4	74.8	+0.8%	+4.8%	21.9	16.6	+31.9%	+33.7%
Chargeurs	421.3	402.8	+4.6%	+2.5%	134.2	121.0	+10.9%	+1.0%

* Based on a comparable scope of consolidation and at constant exchange rates

Analyse

Les publications de chiffres d'affaires trimestriels peuvent être trompeuses. Le CA publié au titre du T3 de Chargeurs est dans ce cas de figure. Bien que largement "mondialisés", les activités de niche du groupe sont en effet soumises à des variations d'un trimestre sur l'autre sans rapport avec l'évolution de la croissance sous-jacente. La modestie de la croissance proforma du T3 est à relativiser compte tenu des effets de base importants et de l'impact de la comptabilisation plus précoce (Protective Film) ou plus tardive des commandes (Technical Substrates).

Globalement, après en avoir échangé avec la direction, les chiffres récents sont de très bonne facture. Si les éléments laissant entrevoir une dégradation de la conjoncture mondiale se sont récemment renforcés, l'activité de Chargeurs n'est pas concernée pour le moment.

La cohérence des résultats publiés d'un trimestre sur l'autre est le principal facteur à retenir. Alors qu'elles auraient été cédées en raison de leur croissance nulle par la plupart des dirigeants privilégiant la rentabilité de court terme, des divisions telles que Luxury Materials (ex Wool) et Fashion Technologies (ex Interlining) ont été considérablement revitalisées par une spécialisation renforcée dans des marchés de niche mondiaux, une amélioration du mix dans l'ensemble des segments, des investissements en personnel plus qu'en capacités, et des acquisitions raisonnables à des prix prudents. L'intention était affichée, les réalisations sont là.

Conformément aux commentaires précédents selon lesquels Chargeurs, malgré sa petite taille, est bien un groupe mondial, la publication du CA du T3 a été enrichie d'une ventilation géographique. S'avérant utile, cette dernière confirme le déplacement hors d'Europe de la croissance. Il convient de rappeler que le groupe tient également à aligner la répartition géographique de ses actifs à celle de son chiffre d'affaires afin de limiter son exposition aux effets de change, des



Pierre-Yves GAUTHIER
otherfinancials@alphavalue.eu
+33 (0) 1 70 61 10 50
cs.alphavalue.com

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

Achat	Potentiel: 70,8 %
Cours objectif à 6 mois	30,0 €
Cours	17,6 €
Cap. boursière M€	410
Momentum du cours	NÉGATIF
Extrême 12 mois	17,5 ▶ 27,7
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA

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

Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-8,54 %	-9,57 %	-23,9 %	-18,4 %
Autres Financières	-1,78 %	-2,32 %	-5,30 %	-1,59 %
STOXX 600	-2,36 %	-1,80 %	-5,60 %	-6,16 %

Dernière maj : 29/06/2018	12/16A	12/17A	12/18E	12/19E
PER ajusté (x)	9,66	20,1	13,2	10,7
Rendement net (%)	5,23	2,74	3,98	4,55
VE/EBITDA(R) (x)	5,00	9,22	7,89	6,53
BPA ajusté (€)	1,09	1,09	1,33	1,65
Croissance des BPA (%)	56,8	0,02	22,2	23,7
Dividende net (€)	0,55	0,60	0,70	0,80
Chiffre d'affaires (M€)	506	533	567	657
Marge opérationnelle coura...	7,68	8,33	8,54	9,11
Résultat net pdg (M€)	25,0	25,2	31,0	38,4
ROE (après impôts) (%)	11,2	11,0	13,0	14,9
Taux d'endettement (%)	-5,43	-2,24	10,6	23,0

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

progrès satisfaisants ayant déjà été réalisés aux Etats-Unis.

Répartition géographique du chiffre d'affaires de Chargeurs sur les 9 premiers mois de 2018

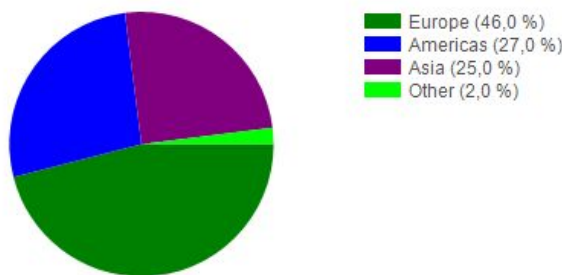
<i>In euro millions</i>	Nine months		Change	
	2018	2017	reported	like-for-like *
Europe	210.0	192.0	+9.4%	+4.9%
Americas	105.1	105.3	-0.2%	+6.4%
Asia	106.2	105.5	+0.7%	-5.9%
Chargeurs	421.3	402.8	+4.6%	+2.5%

* Based on a comparable scope of consolidation and at constant exchange rates

■ Impact

Il n'y a pas lieu d'ajuster nos prévisions de chiffre d'affaires et de résultat, et ce au moins au niveau de l'opérationnel.

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé		12/17A	12/18E	12/19E
Chiffre d'affaires	M€	533	567	657
Croissance du CA	%	5,25	6,42	15,8
Variation des coûts de personnel	%	12,0	5,91	5,85
EBITDA	M€	54,6	60,0	72,8
Marge d'EBITDA(R)	%	10,6	10,9	11,3
Dotations aux amortissements	M€	-10,2	-11,5	-13,0
Résultat opérationnel courant	M€	44,4	48,5	59,8
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	38,5	43,5	54,8
Résultat financier net	M€	-8,50	-9,10	-9,50
dt serv. des engagts de retraites	M€		-0,10	-0,13
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€			
Impôts sur les sociétés	M€	-4,00	-3,84	-7,46
Mises en équivalence	M€	-0,80	0,50	0,50
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Résultat net ajusté, pdg	M€	25,2	31,0	38,4
NOPAT	M€	30,3	34,5	42,5

Tableau de financement

EBITDA	M€	54,6	60,0	72,8
Variation du BFR	M€	-6,70	1,26	-1,16
Dividendes reçus des SME	M€	0,80	0,80	0,50
Impôt payé	M€	-7,00	-3,84	-7,46
Eléments exceptionnels	M€			
Autres cash flow d'exploitation	M€	-4,30	-5,00	-5,00
Cash flow d'exploitation total	M€	37,4	53,2	59,7
Investissements matériels	M€	-12,9	-26,0	-21,0
Flux d'investissement net	M€	-17,9	-97,4	-31,0
Charges financières nettes	M€	-8,50	-9,10	-9,50
Dividendes (maison mère)	M€	-13,8	-14,0	-16,3
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	7,20	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	31,3	-37,3	-36,7
Variation de la trésorerie	M€	54,1	-81,5	-7,97
Cash flow disponible (avant div)	M€	16,0	18,1	29,2

Données par action

Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	23,3	23,3	23,3
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	23,1	23,3	23,3
BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)	€	1,09	1,33	1,65
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,60	0,70	0,80

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	30,7 €	55 %	■ Ackermans & van H...
Rendement	26,3 €	20 %	■ Wacker Chemie
DCF	35,7 €	10 %	■ Akzo Nobel
P/E	35,1 €	10 %	■ Solvay
Cours/Actif net comptable	15,7 €	5 %	■ Bolloré
Objectif de cours	30,0 €	100 %	■ GBL
			■ Sonae
			■ Hal Trust

Calcul NAV/SOTP

Bilan	12/17A	12/18E	12/19E	
Survaleurs	M€	86,2	151	156
Total actif incorporel	M€	88,3	153	158
Immobilisations corporelles	M€	63,2	85,0	90,0
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	11,7	12,0	15,0
BFR	M€	21,1	19,8	21,0
Autres actifs courants	M€	24,0	27,0	30,0
Actif total (net des engagements CT)	M€	211	300	318
Capitaux propres part du groupe	M€	230	248	266
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	M€	16,4	14,6	14,8
Autres prov. pour risques et charges	M€	0,70	1,00	1,00
Total des prov. pr risques et charges	M€	17,1	15,6	15,8
Charges d'IS	M€	-30,3	-30,0	-30,0
Autres charges	M€	3,10	5,00	5,00
Endettement net / (trésorerie)	M€	-8,90	61,3	61,3
Passifs totaux	M€	211	300	318

Capitaux employés

Capitaux investis	M€	196	282	296
-------------------	----	-----	-----	-----

Ratios de profits & risques

ROE (après impôts)	%	11,0	13,0	14,9
Rendement des capitaux investis	%	16,0	12,7	14,8
Ratio d'endettement	%	-2,24	10,6	23,0
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	0,05	1,19	0,98
Couverture des frais financiers	x	5,07	5,23	6,16

Ratios de valorisation

PER ajusté	x	20,1	13,2	10,7
Rendement du cash flow disponible	%	3,13	4,42	7,13
P/ANC	x	2,22	1,65	1,54
Rendement du dividende	%	2,74	3,98	4,55

Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	M€	511	410	410
+ Provisions	M€	17,1	15,6	15,8
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	-8,90	61,3	61,3
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	11,9	11,9	11,9
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€	16,0	16,0	16,0
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	4,00	4,00	4,00
= Valeur d'entreprise	M€	519	487	487
VE/EBITDA(R)	x	9,22	7,89	6,53
VE/CA	x	0,97	0,86	0,74

Analyste : Pierre-Yves Gauthier, Changements de prévisions : 29/06/2018.