



Chargeurs

Sociétés holdings / France

otherfinancials@alphavalue.eu
+33 (0) 1 70 61 10 50
corporate.alphavalue.com

Chargeurs ouvre son coeur

Nouvelle importante - 17/05/2017

Actualité

La nouvelle direction de Chargeurs a organisé une visite de la principale usine de Chargeurs Protective Films, l'activité la plus rentable du groupe. Nous avons été impressionnés.

Analyse

Le nouveau PDG, M. Fribourg, a clairement revigoré le groupe en insufflant un nouvel esprit entrepreneurial tout en gardant un oeil attentif sur la rentabilité, notamment en termes de ROCE. Les actionnaires ne peuvent que s'en réjouir.

Il s'agissait de la deuxième visite d'usine (il y a un an, la première était consacrée à la division Technical Substrates). La démarche marque une inflexion complète en matière de communication par rapport aux choix de la direction précédente.

L'accélération de la croissance que recherche M. Fribourg s'entend largement sur une base d'actifs inchangée. Cette contrainte impose d'exploiter au mieux les opportunités en termes de *pricing*, de déplacer l'offre vers des produits plus haut de gamme, d'éviter les pertes de clientèle, de contenir les ratés de qualité, etc. L'activité Protective Film est un bon exemple de cette profitable attention au détail, alors que les marchés sous-jacents sont porteurs et pourraient conduire à une relâche.

Pour mémoire, Protective Films répond à l'exigence de protection des surfaces fragiles de toute sorte aussi bien en vue de leur transport que dans un processus industriel afin de garantir l'intégrité du produit fini. Les applications possibles sont infinies, la seule contrainte demeurant de promouvoir ces films de protection comme une économie de coûts (moins de pertes, accélération des process) pour les utilisateurs industriels.

La progression en 2016 de la marge d'EBIT de Protective Films jusqu'à un plus haut historique (11 %) nous a conduit à penser qu'il serait difficile de beaucoup progresser à partir d'un tel niveau. Même si la croissance cyclique peut contribuer à améliorer encore ces marges, nous avons surtout été impressionnés par les efforts visant à concentrer l'activité sur les produits les mieux margés, par l'attention portée aux détails dans la mise en œuvre d'un outil industriel complexe et largement numérisé par déploiement d'un savoir faire interne, par la logistique et l'organisation des postes de travail, l'objectif étant d'améliorer la productivité étape par étape et sans relâche.

L'autre décision convaincante est de poursuivre l'intégration verticale en vue de renforcer les marges par renforcement de la dimension service. L'acquisition très récente de deux fabricants de machines destinées à déposer les films protecteurs sur les surfaces à protéger poursuit cette logique. Les gains de productivité alors offerts aux clients représentent un réel avantage et justifient des facturations supplémentaires. En outre, cette intégration verticale permet une meilleure compréhension des besoins des clients.

La direction de Chargeurs met ainsi en œuvre avec succès sa stratégie volontariste de renforcement continu de ses marques avec une économie

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

Alléger	Potentiel : 2,59 %
Cours objectif à 6 mois	25,5 €
Cours	24,8 €
Capitalisation boursière M€	573
Momentum du cours	FORT
Extrême 12 mois	8,83 ▶ 26,4
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA

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

Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	2,64 %	32,3 %	30,4 %	171 %
Autres Financières	-1,65 %	7,02 %	11,3 %	25,3 %
STOXX 600	-1,04 %	3,78 %	5,75 %	17,3 %

Dernière maj : 24/04/2017	12/15A	12/16A	12/17E	12/18E
PER ajusté (x)	9,61	9,81	16,1	15,6
Rendement net (%)	4,50	5,15	2,82	3,22
VE/EBITDA(R) (x)	3,37	5,18	10,1	9,56
BPA ajusté (€)	0,69	1,09	1,54	1,59
Croissance des BPA (%)	26,9	56,8	41,3	3,18
Dividende net (€)	0,30	0,55	0,70	0,80
Chiffre d'affaires (M€)	499	506	552	572
Marge opérationnelle coura...	6,13	8,06	8,34	8,35
Résultat net pdg (M€)	15,3	25,0	35,3	36,4
ROE (après impôts) (%)	7,41	11,2	14,8	14,1
Taux d'endettement (%)	-7,43	-5,43	-2,46	-5,31

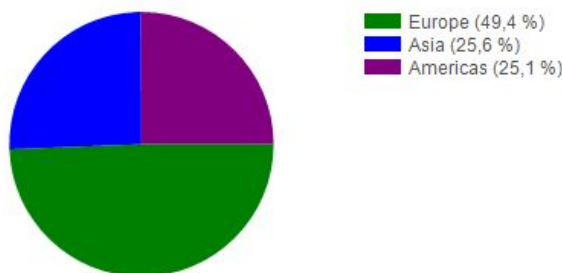
[Valorisation](#) - [Comptes](#)

d'investissements qui restent modestes mais bien pensés.

■ Impact

Déjà excellentes en 2016, les marges d'exploitation récurrentes de Chargeurs peuvent encore très probablement progresser. Pour le groupe, nous anticipons une marge d'EBIT sous-jacente de 8,34% (contre 8,06% en 2016) dont 12% pour Protective Films (contre 11,2% en 2016). La sujet est simplement de savoir si la forte croissance organique enregistrée au T1 2017 (+10,8%) gardera de son tonus sur l'ensemble de l'exercice. Nous laissons pour le moment nos prévisions inchangées (+7% en organique).

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

		12/16A	12/17E	12/18E
Chiffre d'affaires	M€	506	552	572
Croissance du CA	%	1,48	8,97	3,57
Variation des coûts de personnel	%	1,43	2,88	3,57
EBITDA	M€	48,8	56,0	58,2
Marge d'EBITDA(R)	%	9,64	10,2	10,2
Dotations aux amortissements	M€	-9,90	-10,0	-10,5
Résultat opérationnel courant	M€	38,9	46,0	47,7
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	33,9	45,0	46,7
Résultat financier net	M€	-2,00	-3,50	-3,50
dt serv. des engagts de retraites	M€	-0,40	-0,08	-0,10
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€			
Impôts sur les sociétés	M€	-4,90	-6,70	-7,26
Mises en équivalence	M€	-2,00	0,50	0,50
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Résultat net ajusté, pdg	M€	25,0	35,3	36,4
NOPAT	M€	24,9	32,8	34,0

Tableau de financement

		12/16A	12/17E	12/18E
EBITDA	M€	48,8	56,0	58,2
Variation du BFR	M€	0,80	-0,30	0,00
Dividendes reçus des SME	M€	0,30	0,50	0,50
Impôt payé	M€	-8,00	-6,70	-7,26
Eléments exceptionnels	M€	0,00		
Autres cash flow d'exploitation	M€	-8,00	-5,00	-5,00
Cash flow d'exploitation total	M€	33,9	44,5	46,4
Investissements matériels	M€	-10,8	-13,0	-14,0
Flux d'investissement net	M€	-31,4	-16,0	-17,0
Charges financières nettes	M€	-2,00	-3,50	-3,50
Dividendes (maison mère)	M€	-11,5	-12,7	-16,1
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	59,9	-27,1	-30,5
Variation de la trésorerie	M€	56,4	1,46	-1,05
Cash flow disponible (avant div)	M€	21,1	28,0	28,9

Données par action

		12/16A	12/17E	12/18E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	23,0	23,0	23,0
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	23,0	23,0	23,0
BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)	€	1,09	1,54	1,59
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,55	0,70	0,80

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	25,8 €	55 %	■ Akzo Nobel
Rendement	23,4 €	20 %	■ Solvay
DCF	23,9 €	10 %	■ Wendel
P/E	34,0 €	10 %	■ Bolloré
Cours/Actif net comptable	16,1 €	5 %	■ GBL
Objectif de cours	25,5 €	100 %	■ Sonae
			■ Hal Trust
			■ Eurazeo

Calcul NAV/SOTP

Bilan

		12/16A	12/17E	12/18E
Survaleurs	M€	90,1	92,0	95,0
Total actif incorporel	M€	92,1	94,0	97,0
Immobilisations corporelles	M€	61,8	66,0	72,0
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	14,9	16,0	18,0
BFR	M€	21,7	22,0	22,0
Autres actifs courants	M€	23,8	27,0	29,0
Actif total (net des engagements CT)	M€	217	229	243
Capitaux propres part du groupe	M€	227	249	270
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	M€	16,7	15,0	15,0
Autres prov. pour risques et charges	M€	0,50	1,00	1,00
Total des prov. pr risques et charges	M€	17,2	16,0	16,0
Charges d'IS	M€	-29,0	-30,0	-30,0
Autres charges	M€	3,10	5,00	5,00
Endettement net / (trésorerie)	M€	-1,40	-10,9	-17,8
Passifs totaux	M€	217	229	243

Capitaux employés

		12/16A	12/17E	12/18E
Capitaux investis	M€	195	198	209

Ratios de profits & risques

		12/16A	12/17E	12/18E
ROE (après impôts)	%	11,2	14,8	14,1
Rendement des capitaux investis	%	12,8	16,6	16,3
Ratio d'endettement	%	-5,43	-2,46	-5,31
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	0,05	-0,19	-0,31
Couverture des frais financiers	x	24,3	13,5	14,0

Ratios de valorisation

		12/16A	12/17E	12/18E
PER ajusté	x	9,81	16,1	15,6
Rendement du cash flow disponible	%	8,60	4,91	5,08
P/ANC	x	1,08	2,29	2,11
Rendement du dividende	%	5,15	2,82	3,22

Valeur d'entreprise

		12/16A	12/17E	12/18E
Capitalisation boursière	M€	245	570	570
+ Provisions	M€	17,2	16,0	16,0
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	-1,40	-10,9	-17,8
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	4,00	0,01	0,01
- 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€	253	563	556
VE/EBITDA(R)	x	5,18	10,1	9,56
VE/CA	x	0,50	1,02	0,97