



# Chargeurs

Sociétés holdings / France



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

## La discipline paie

Publication Res./CA - 16/11/2017

### Actualité

Bien que les ouragans aux Etats-Unis aient entraîné un report d'une partie de l'activité au T4, la croissance du chiffre d'affaires publié par Chargeurs au titre du T3 est solide (cf. tableau ci-dessous).

In euro millions	Nine months		Change		Third quarter		Change	
	2017	2016	reported	like-for-like *	2017	2016	reported	like-for-like *
Protective Films	211.0	187.5	+23.5	+6.3%	67.7	67.0	+0.7	+1.9%
Fashion Technologies	98.7	100.3	-1.6	-0.9%	30.9	31.5	-0.6	+2.9%
Technical Substrates	18.3	17.2	+1.1	+6.4%	5.8	5.6	+0.2	+3.6%
Luxury Materials	74.8	74.6	+0.2	-0.9%	16.6	22.1	-5.5	-21.7%
<b>Chargeurs, including Luxury Materials</b>	<b>402.8</b>	<b>379.6</b>	<b>+23.2</b>	<b>+3.0%</b>	<b>121.0</b>	<b>126.2</b>	<b>-5.2</b>	<b>-1.9%</b>
<b>Chargeurs, excluding Luxury Materials</b>	<b>328.0</b>	<b>305.0</b>	<b>+23.0</b>	<b>+3.9%</b>	<b>104.4</b>	<b>104.1</b>	<b>+0.3</b>	<b>+2.3%</b>

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

### Analyse

Par division, la solidité du chiffre d'affaires au T3 reflète les efforts couronnés de succès de la montée en gamme des produits. Cette capacité à défendre les prix en renforçant le mix, la qualité et le service autour de produits autrefois considérés comme des commodités constitue l'un des traits saillants de la stratégie poursuivie par la nouvelle direction.

A + 1,9%, le ralentissement de la croissance pro forma de Protective Films par rapport au T3 semble ne pas avoir d'autre origine que les ouragans aux États-Unis. Ces derniers ont perturbé l'activité tant des fournisseurs (produits chimiques de base) que des clients. Un rattrapage partiel devrait s'opérer au T4. Il est significatif qu'en dépit de ce choc, la croissance de l'activité en glissement annuel se soit maintenue en territoire positif au T3.

La croissance du chiffre d'affaires sur 6 mois de Fashion Technologies ne paraissait modeste qu'en raison des ventes précoces du S1 16, entraînant un effet de base défavorable. Le T3 confirme la bonne orientation de l'activité avec des performances solides tant dans la mode que dans la Fast Fashion. Les métiers de l'entoilage d'antan sont bien derrière.

Technical Substrates surfe clairement sur la vague d'adoption de ses nouveaux produits. Les contrats ponctuels à l'exportation pouvant être importants, la croissance d'un trimestre sur l'autre n'est pas réellement pertinente.

Luxury Materials est le nouveau nom quelque peu ambitieux des métiers de la laine. Cette nouvelle dénomination est un peu en avance de phase car il s'agit en effet de transformer un métier de trading dé-risqué de laine en un label de référence du secteur en matière de laine de qualité. Cela passe par une plus grande sélectivité dans le choix des laines haut de gamme (qualité intrinsèque des produits mais aussi aspects environnementaux à chaque étape de la chaîne de valeur). Cette plus grande exigence de qualité se traduit aussi par moins d'opérations de trading, d'où une contraction du chiffre d'affaires.

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

### Accumuler Potentiel: 13,5 %

Cours objectif à 6 mois	25,1 €
Cours	22,1 €
Cap. boursière M€	511
Momentum du cours	<b>NÉGATIF</b>
Extrême 12 mois	14,9 ▶ 26,5
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA



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



Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-7,75 %	-12,2 %	-5,46 %	47,3 %
Autres Financières	-2,16 %	-1,51 %	3,81 %	27,1 %
STOXX 600	-3,17 %	-2,41 %	1,45 %	12,6 %

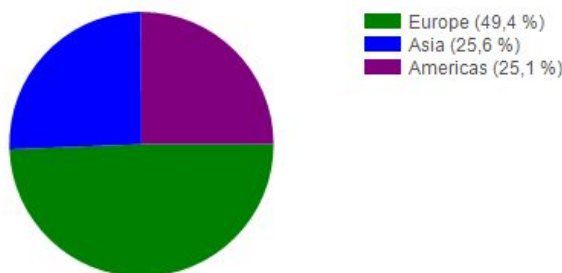
Dernière maj : 11/09/2017	12/15A	12/16A	12/17E	12/18E
PER ajusté (x)	9,61	9,81	16,1	14,5
Rendement net (%)	4,50	5,15	3,16	3,61
VE/EBITDA(R) (x)	3,37	5,18	9,28	8,22
BPA ajusté (€)	0,69	1,09	1,37	1,53
Croissance des BPA (%)	26,9	56,8	26,0	11,6
Dividende net (€)	0,30	0,55	0,70	0,80
Chiffre d'affaires (M€)	499	506	552	577
Marge opérationnelle coura...	6,13	8,06	8,00	8,65
Résultat net pdg (M€)	15,3	25,0	31,7	35,5
ROE (après impôts) (%)	7,41	11,2	13,4	14,0
Taux d'endettement (%)	-7,43	-5,43	-3,30	-6,88

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

## ■ Impact

Le chiffre d'affaires du T3 en tant que tel ne justifie pas d'ajuster nos prévisions de résultats. Cependant, nous abaissons légèrement nos estimations de marge d'Ebit pour 2017 pour retranscrire les efforts en OPEX afin de renforcer les mix et d'amélioration de la qualité à long terme. De plus, nous avons sous-estimé le coût de l'ample surfinancement qui permet au groupe de réagir rapidement lorsqu'une opportunité se présente. Enfin, l'augmentation annoncée au T4 des capex de 20m€ pour mettre Protective Films sur une orbite de type "industrie 4.0" a un impact immédiat en termes de trésorerie et d'opex. Ce sont donc des ajustements à la marge.

## Géographie du chiffre d'affaires



## Compte d'exploitation consolidé

		12/16A	12/17E	12/18E
Chiffre d'affaires	M€	506	552	577
Croissance du CA	%	1,48	9,00	4,56
Variation des coûts de personnel	%	1,43	2,88	3,57
EBITDA	M€	48,8	55,2	61,4
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>%</b>	<b>9,64</b>	<b>9,99</b>	<b>10,6</b>
Dotations aux amortissements	M€	-9,90	-11,0	-11,5
Résultat opérationnel courant	M€	38,9	44,2	49,9
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€</b>	<b>33,9</b>	<b>43,2</b>	<b>48,9</b>
Résultat financier net	M€	-2,00	-7,10	-7,10
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	-4,90	-6,80
Mises en équivalence	M€	-2,00	0,50	0,50
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€</b>	<b>25,0</b>	<b>31,7</b>	<b>35,5</b>
NOPAT	M€	24,9	31,5	35,5

## Tableau de financement

		12/16A	12/17E	12/18E
EBITDA	M€	48,8	55,2	61,4
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	-4,90	-6,80
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	45,5	50,1
Investissements matériels	M€	-10,8	-11,0	-14,0
Flux d'investissement net	M€	-31,4	-14,0	-17,0
Charges financières nettes	M€	-2,00	-7,10	-7,10
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	4,50	0,00
Flux financiers totaux	M€	59,9	-26,2	-34,1
Variation de la trésorerie	M€	56,4	5,29	-0,98
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€</b>	<b>21,1</b>	<b>27,4</b>	<b>29,0</b>

## Données par action

		12/16A	12/17E	12/18E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	23,0	23,2	23,2
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	23,0	23,1	23,2
<b>BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)</b>	<b>€</b>	<b>1,09</b>	<b>1,37</b>	<b>1,53</b>
Actif net réévalué par action	€			
<b>Dividende net par action</b>	<b>€</b>	<b>0,55</b>	<b>0,70</b>	<b>0,80</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	25,5 €	55 %	■ Akzo Nobel
Rendement	22,0 €	20 %	■ Solvay
DCF	28,6 €	10 %	● Wendel
P/E	30,6 €	10 %	● Bolloré
Cours/Actif net comptable	15,1 €	5 %	■ GBL
Objectif de cours	25,1 €	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
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€</b>	<b>227</b>	<b>244</b>	<b>265</b>
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	10,0	10,0
Total des prov. pr risques et charges	M€	17,2	25,0	25,0
Charges d'IS	M€	-29,0	-30,0	-30,0
Autres charges	M€	3,10	5,00	5,00
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€</b>	<b>-1,40</b>	<b>-14,7</b>	<b>-21,7</b>
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
<b>ROE (après impôts)</b>	<b>%</b>	<b>11,2</b>	<b>13,4</b>	<b>14,0</b>
Rendement des capitaux investis	%	12,8	15,9	17,0
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>%</b>	<b>-5,43</b>	<b>-3,30</b>	<b>-6,88</b>
Dettes nettes ajustées/EBITDA(R)	x	0,05	-0,27	-0,35
Couverture des frais financiers	x	24,3	6,29	7,13

## Ratios de valorisation

		12/16A	12/17E	12/18E
<b>PER ajusté</b>	<b>x</b>	<b>9,81</b>	<b>16,1</b>	<b>14,5</b>
Rendement du cash flow disponible	%	8,60	5,33	5,65
P/ANC	x	1,08	2,11	1,94
<b>Rendement du dividende</b>	<b>%</b>	<b>5,15</b>	<b>3,16</b>	<b>3,61</b>

## Valeur d'entreprise

		12/16A	12/17E	12/18E
Capitalisation boursière	M€	245	514	514
+ Provisions	M€	17,2	25,0	25,0
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	-1,40	-14,7	-21,7
+ 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	512	505
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>5,18</b>	<b>9,28</b>	<b>8,22</b>
VE/CA	x	0,50	0,93	0,88