



Sociétés holdings / France

48 bd des Batignolles, 75017 Paris - France

Tel +33 (0) 1 70 61 10 50

Email [sales@alphavalue.eu](mailto:sales@alphavalue.eu)Web [WWW.ALPHAVALUE.COM](http://WWW.ALPHAVALUE.COM)

## Une croissance des volumes confirmée

Publication Res./CA - 18/11/2014

### ■ Actualité

Au T3 2014, Chargeurs a enregistré une croissance de son chiffre d'affaires de 9 % et le chiffre d'affaires des neuf premiers mois de l'exercice a progressé de 4,1%.

Chargeurs Films de Protection a progressé de 11,6 % au T3 et de 9 % sur les neuf premiers mois.

Le chiffre d'affaires de Chargeurs Interlining est resté stable au T3, mais accuse une baisse de 4 % sur les neuf premiers mois.

Chargeurs Wool est en hausse de 23 % sur le trimestre et de 9 % sur les neuf premiers mois.

### ■ Analyse

Ces chiffres sont très satisfaisants, car ils montrent une accélération des tendances au cours du T3. Les chiffres trimestriels confirment que Chargeurs est sur la voie d'un bel exercice, même si la direction opte pour la prudence en ne modifiant pas ses objectifs pour 2014, avec une perspective de chiffre d'affaires à 470 M € et de résultat opérationnel courant à 19 M €. AlphaValue est plus optimiste sur ces deux chiffres et anticipe 475 M € de CA et un résultat de 20,5 M €.

La progression des volumes constitue la bonne nouvelle. Cette progression estimée à 6,9 % pour les 9 premiers mois est toutefois neutralisée, en partie, par un effet de change négatif, principalement attribuable à Chargeurs Interlining. Comme cela a déjà été indiqué dans la mise à jour du S1, la progression des volumes ne peut qu'être bénéfique pour les marges d'exploitation. L'accélération de la croissance de Chargeurs Films de protection au T3 signifie que les marges d'exploitation élevées enregistrées au premier semestre pourraient, après tout, se maintenir au deuxième.

La résistance du chiffre d'affaires d'Interlining au T3 est moins visible, mais la tendance est positive et indique que cette activité est sur la bonne voie pour renouer avec une croissance de ses bénéfices au cours du prochain exercice.

### ■ Impact

Ces solides chiffres de croissance sous-jacente semblent justifier la confiance affichée par la direction du groupe. Toutefois, nous ne modifions pas nos prévisions pour 2014 et 2015 pour le moment, car elles sont déjà optimistes.

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

Achat	Potentiel : 120 %
Cours objectif à 6 mois	10,7 €
Cours	4,88 €
Capitalisation boursière M€	73,2
Momentum du cours	DÉFAVORABLE
Extrême 12 mois	4,18 ▶ 6,10
Newsflow	Neutre
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA

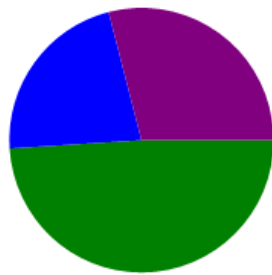

[Téléchargez l'analyse complète](#)
[Page valeur](#)


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-6,15 %	8,44 %	-5,97 %	0,83 %
Autres Financières	0,13 %	9,40 %	1,22 %	7,58 %
STOXX 600	0,11 %	6,47 %	1,71 %	4,50 %

Dernière maj : 03/09/2014	12/12A	12/13A	12/14E	12/15E
PER ajusté (x)	-9,08	10,0	8,91	6,43
Rendement net (%)	0,00	0,00	4,10	5,12
VE/EBITDA(R) (x)	6,37	2,69	3,52	3,10
BPA ajusté (€)	-0,35	0,37	0,55	0,76
Croissance des BPA (%)			46,5	38,6
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,20	0,25
Chiffre d'affaires (M€)	525	467	475	495
Marge opérationnelle (%)	1,33	3,82	4,31	5,04
Résultat net pdg (M€)	-15,1	3,30	11,9	16,7
ROE (après impôts) (%)	-6,86	4,50	6,88	9,30
Taux d'endettement (%)	30,9	8,82	1,35	3,27

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

## Géographie du chiffre d'affaires



■ Europe (49,0 %)  
■ Americas (22,0 %)  
■ Other (29,0 %)

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	12,6 €	55 %	■ Akzo Nobel
Rendement	7,54 €	20 %	■ Solvay
DCF	8,93 €	10 %	■ Wendel
P/E	9,76 €	10 %	■ Bolloré
Cours/Actif net comptable	8,73 €	5 %	■ GBL
Objectif de cours	10,7 €	100 %	■ Sonae
			■ Hal Trust
			■ Eurazeo

[Calcul NAV/SOTP](#)

## Compte d'exploitation consolidé

	12/13A	12/14E	12/15E
Chiffre d'affaires	M€ 467	475	495
Croissance du CA	% -11,1	1,87	4,23
Variation des coûts de personnel	% -9,93	-3,63	3,74
EBITDA	M€ 26,4	31,3	35,0
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>% 7,05</b>	<b>6,59</b>	<b>7,06</b>
Dotations aux amortissements	M€ -8,60	-10,8	-10,0
Résultat opérationnel courant	M€ 17,8	20,5	25,0
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€ 17,8</b>	<b>20,5</b>	<b>25,0</b>
Résultat financier net	M€ -6,50	-4,63	-1,90
dt serv. des engagts de retraites	M€	-0,70	-0,63
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€		
Impôts sur les sociétés	M€ -3,70	-4,40	-6,84
Mises en équivalence	M€ 0,30	0,40	0,50
Intérêts minoritaires	M€ 0,00	0,00	0,00
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€ 3,30</b>	<b>11,9</b>	<b>16,7</b>
NOPAT	M€ 12,8	15,2	18,4

## Tableau de financement

	12/13A	12/14E	12/15E
EBITDA	M€ 26,4	31,3	35,0
Variation du BFR	M€ 4,60	-6,50	-6,00
Dividendes reçus des SME	M€ 0,30	0,40	0,50
Impôt payé	M€ -4,00	-4,40	-6,84
Eléments exceptionnels	M€ 0,00	0,00	0,00
Autres cash flow d'exploitation	M€ -8,90	-5,00	-5,00
Cash flow d'exploitation total	M€ 18,4	15,8	17,6
Investissements matériels	M€ -0,30	-19,6	-8,00
Flux d'investissement net	M€ 3,10	-21,6	-11,0
Charges financières nettes	M€ -6,50	-4,63	-1,90
Dividendes (maison mère)	M€ 0,00	0,00	-3,00
Dividendes payés aux minoritaires	M€ 0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€ 1,50	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€ -27,3	-27,7	-10,3
Variation de la trésorerie	M€ -6,50	-33,5	-3,66
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€ 11,6</b>	<b>-8,42</b>	<b>7,71</b>

## Données par action

	12/13A	12/14E	12/15E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio 22,9	22,9	22,9
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio 22,9	22,9	22,9
<b>BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)</b>	<b>€ 0,37</b>	<b>0,55</b>	<b>0,76</b>
Actif net réévalué par action	€		
<b>Dividende net par action</b>	<b>€ 0,00</b>	<b>0,20</b>	<b>0,25</b>

## Bilan

	12/13A	12/14E	12/15E
Survaleurs	M€ 63,8	63,8	63,8
Total actif incorporel	M€ 66,3	66,8	66,8
Immobilisations corporelles	M€ 37,5	40,0	42,0
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€ 25,7	26,0	26,0
BFR	M€ 20,5	27,0	33,0
Autres actifs courants	M€ 30,6	30,0	30,0
Actif total (net des engagements CT)	M€ 184	194	203
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€ 171</b>	<b>174</b>	<b>185</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€		
Intérêts minoritaires	M€ 3,30	4,00	4,00
Provisions pour retraite	M€ 12,7	8,41	8,76
Autres prov. pour risques et charges	M€ 0,40	1,00	1,00
Total des prov. pr risques et charges	M€ 13,1	9,41	9,76
Charges d'IS	M€ -11,9	-12,0	-12,0
Autres charges	M€ 10,6	11,0	11,0
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€ -2,50</b>	<b>7,22</b>	<b>4,88</b>
Passifs totaux	M€ 184	194	203

## Capitaux employés

	12/13A	12/14E	12/15E
Capitaux investis	M€ 165	164	172

## Ratios de profits & risques

	12/13A	12/14E	12/15E
<b>ROE (après impôts)</b>	<b>% 4,50</b>	<b>6,88</b>	<b>9,30</b>
Rendement des capitaux investis	% 10,5	9,31	10,7
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>% 8,82</b>	<b>1,35</b>	<b>3,27</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x 0,38	0,36	0,25
Couverture des frais financiers	x 2,34	5,23	19,6

## Ratios de valorisation

	12/13A	12/14E	12/15E
<b>PER ajusté</b>	<b>x 10,0</b>	<b>8,91</b>	<b>6,43</b>
Rendement du cash flow disponible	% 13,5	-7,54	6,91
P/ANC	x 0,50	0,64	0,60
<b>Rendement du dividende</b>	<b>% 0,00</b>	<b>4,10</b>	<b>5,12</b>

## Valeur d'entreprise

	12/13A	12/14E	12/15E
Capitalisation boursière	M€ 85,7	112	112
+ Provisions	M€ 13,1	9,41	9,76
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€ 0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€ -2,50	7,22	4,88
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€ 15,0	4,00	4,00
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€ 26,0	26,0	26,0
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€ 3,30	4,00	4,00
= Valeur d'entreprise	M€ 88,6	110	108
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x 2,69</b>	<b>3,52</b>	<b>3,10</b>
VE/CA	x 0,19	0,23	0,22

Analyste : Pierre-Yves Gauthier, Changements de prévisions : 03/09/2014.