



Chargeurs

Sociétés holdings / France

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

CA et marge opérationnelle 2016 solides

Publication Res./CA - 29/01/2017

Actualité

Chargeurs a publié un CA 2016 solide et a indiqué que son résultat opérationnel sous-jacent 2016 serait supérieur au seuil des 38m€, contre 35m€ prévus initialement.

P. Le tableau suivant résume les évolutions du CA au T4 et sur l'ensemble de 2016.

in euro millions	Full Year		Change		Fourth quarter		Change	
	2016	2015	reported	like-for-like*	2016	2015	reported	like-for-like*
Protective Films	250.3	227.2	+10.2%	+6.5%	62.8	55.5	+13.2%	+4.0%
Fashion Technologies **	132.0	157.5	-16.2%	+0.1%	31.7	39.5	-19.7%	-4.8%
Technical Substrates	24.6	20.3	+21.2%	+21.2%	7.4	6.4	+15.6%	+15.6%
Wool	99.5	93.7	+6.2%	+6.8%	24.9	22.4	+11.2%	+7.6%
Chargeurs	506.4	498.7	+1.5%	+5.1%	126.8	123.8	+2.4%	+2.4%

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

** Yak Trading is accounted for by the equity method in 2016 (its annual revenue was € 17.3m in 2015)

Analyse

La croissance du CA de l'activité Films de protection est impressionnante, toujours soutenue par l'augmentation des volumes et les effets mix positifs. Une petite acquisition aux États-Unis (Main Tape) a contribué à la performance globale de 2016 et jouera encore plus favorablement en 2017. Représentant plus des deux tiers des résultats récurrents du groupe, la vigueur du CA de l'activité Films de protection est cruciale. Si les résultats 2016 augurent d'une amélioration très marquée des performances du groupe en 2017 et 2018, les marges ne devaient plus beaucoup progresser au-delà de leur niveau de 2016 (10,4% selon AlphaValue).

l'activité de "l'ancienne" division Interlining, aujourd'hui rebaptisée Fashion Technologies, s'est dégradée au T4 à taux de change et périmètre constants. Cette évolution était largement attendue, la progression du CA ayant été particulièrement soutenue au S1. De fait, la stabilisation des performances au T4 n'a rien de surprenant. Le groupe ayant cédé le contrôle de sa division chinoise (Yak) dans laquelle il ne conserve plus qu'une participation, sa marge opérationnelle devrait fortement s'améliorer au cours des prochains exercices.

Trimestre après trimestre, la nouvelle division baptisée Technical Substrates se développe fortement. Le fait est d'autant plus notable qu'il s'explique par la performance opérationnelle découlant des Capex élevés de 2015.

La croissance semble s'être également renforcée dans le secteur de la laine où le groupe est surtout présent dans les produits haut de gamme. Dans ce secteur d'activité, la visibilité reste toutefois mauvaise.

La direction de Chargeurs a confirmé que 2016 avait été un excellent exercice, marqué par une progression du résultat opérationnel sous-jacent 2016 au-delà du seuil des 38m€, contre 35m€ prévus initialement. Compte tenu de la hausse du CA, AlphaValue tablait déjà sur une forte croissance du résultat à 38m€.

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

Accumuler Potentiel : 10,8 %

Cours objectif à 6 mois	20,3 €
Cours	18,3 €
Capitalisation boursière M€	422
Momentum du cours	FORT
Extrême 12 mois	7,14 ▶ 18,3
Newsflow	Neutre
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA

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

Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	4,81 %	14,6 %	16,5 %	126 %
Autres Financières	1,44 %	3,20 %	6,59 %	12,8 %
STOXX 600	0,43 %	0,31 %	6,38 %	5,93 %

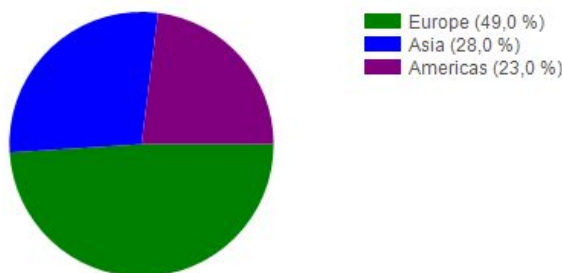
Dernière maj : 31/01/2017	12/14A	12/15A	12/16E	12/17E
PER ajusté (x)	8,96	9,61	8,73	13,0
Rendement net (%)	4,08	4,50	3,37	2,35
VE/EBITDA(R) (x)	3,18	3,37	4,46	6,84
BPA ajusté (€)	0,55	0,69	1,22	1,40
Croissance des BPA (%)	48,2	26,9	76,1	14,7
Dividende net (€)	0,20	0,30	0,36	0,43
Chiffre d'affaires (M€)	478	499	506	533
Marge opérationnelle coura...	4,79	6,13	7,60	8,18
Résultat net pdg (M€)	11,4	15,3	28,1	32,2
ROE (après impôts) (%)	6,25	7,41	12,4	13,2
Taux d'endettement (%)	-3,04	-7,43	-13,1	-19,2

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

■ Impact

La direction s'étant montrée confiante ces derniers mois, les excellents résultats 2016 étaient en partie attendus. Compte tenu du niveau élevé atteint par les marges, nous n'avons que prudemment révisé nos estimations pour 2017e et 2018e. Désormais, seule une croissance externe pourrait permettre une nouvelle accélération marquée des résultats. Chargeurs a profité de la faiblesse des taux d'intérêt pour lever de la dette à bon marché et augmenter sa puissance de feu pour de futures acquisitions. Il s'agit de la prochaine étape. Nous faisons confiance à la direction pour bien gérer les risques en matière de croissance externe.

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

	12/15A	12/16E	12/17E
Chiffre d'affaires	M€ 499	506	533
Croissance du CA	% 4,33	1,48	5,23
Variation des coûts de personnel	% 8,79	6,10	4,14
EBITDA	M€ 40,4	48,5	53,6
Marge d'EBITDA(R)	% 8,10	9,58	10,1
Dotations aux amortissements	M€ -9,70	-10,0	-10,0
Résultat opérationnel courant	M€ 30,6	38,5	43,6
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€ 24,0	35,5	42,6
Résultat financier net	M€ -5,30	-0,60	-4,10
dt serv. des engagts de retraites	M€ -0,30	-0,12	-0,24
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€		
Impôts sur les sociétés	M€ 7,50	-5,41	-6,60
Mises en équivalence	M€ -10,7	-1,20	0,50
Intérêts minoritaires	M€ -0,20	-0,20	-0,20
Résultat net ajusté, pdg	M€ 15,3	28,1	32,2
NOPAT	M€ 10,9	25,8	31,2

Tableau de financement

	12/15A	12/16E	12/17E
EBITDA	M€ 40,4	48,5	53,6
Variation du BFR	M€ 8,00	-1,90	6,00
Dividendes reçus des SME	M€ 0,30	0,50	0,50
Impôt payé	M€ -5,90	-5,41	-6,60
Eléments exceptionnels	M€ 0,00	0,00	
Autres cash flow d'exploitation	M€ -11,0	-5,00	-5,00
Cash flow d'exploitation total	M€ 31,8	36,7	48,5
Investissements matériels	M€ -12,9	-12,0	-13,0
Flux d'investissement net	M€ -12,9	-15,0	-16,0
Charges financières nettes	M€ -5,30	-0,60	-4,10
Dividendes (maison mère)	M€ -3,20	-6,20	-8,28
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€ -5,50	-11,3	2,86
Variation de la trésorerie	M€ 11,4	10,4	35,4
Cash flow disponible (avant div)	M€ 13,6	24,1	31,4

Données par action

	12/15A	12/16E	12/17E
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.)	€ 0,69	1,22	1,40
Actif net réévalué par action	€		
Dividende net par action	€ 0,30	0,36	0,43

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	22,6 €	55 %	■ Akzo Nobel
Rendement	13,6 €	20 %	■ Solvay
DCF	18,4 €	10 %	■ Wendel
P/E	25,4 €	10 %	■ Bolloré
Cours/Actif net comptable	15,1 €	5 %	■ GBL
Objectif de cours	20,3 €	100 %	■ Sonae
			■ Hal Trust
			■ Eurazeo

Calcul NAV/SOTP

Bilan

	12/15A	12/16E	12/17E
Survaleurs	M€ 76,7	76,0	76,0
Total actif incorporel	M€ 78,5	78,0	78,0
Immobilisations corporelles	M€ 55,9	57,0	60,0
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€ 18,1	19,0	19,0
BFR	M€ 16,1	18,0	12,0
Autres actifs courants	M€ 24,9	30,0	30,0
Actif total (net des engagements CT)	M€ 196	207	204
Capitaux propres part du groupe	M€ 219	235	253
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€		
Intérêts minoritaires	M€ 3,10	5,00	5,00
Provisions pour retraite	M€ 14,6	16,2	16,1
Autres prov. pour risques et charges	M€ 0,70	1,00	1,00
Total des prov. pr risques et charges	M€ 15,3	17,2	17,1
Charges d'IS	M€ -27,1	-23,0	-23,0
Autres charges	M€ 8,80	11,0	11,0
Endettement net / (trésorerie)	M€ -23,3	-38,3	-58,6
Passifs totaux	M€ 196	207	204

Capitaux employés

	12/15A	12/16E	12/17E
Capitaux investis	M€ 173	176	169

Ratios de profits & risques

		12/15A	12/16E	12/17E
ROE (après impôts)	%	7,41	12,4	13,2
Rendement des capitaux investis	%	6,33	14,7	18,5
Ratio d'endettement	%	-7,43	-13,1	-19,2
Dettes nettes ajustées/EBITDA(R)	x	-0,48	-0,71	-1,09
Couverture des frais financiers	x	6,12	79,3	11,3

Ratios de valorisation

		12/15A	12/16E	12/17E
PER ajusté	x	9,61	8,73	13,0
Rendement du cash flow disponible	%	8,88	9,82	7,48
P/ANC	x	0,70	1,04	1,66
Rendement du dividende	%	4,50	3,37	2,35

Valeur d'entreprise

	12/15A	12/16E	12/17E	
Capitalisation boursière	M€ 153	245	420	
+ Provisions	M€ 15,3	17,2	17,1	
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€ 0,00	0,00	0,00	
+ Dette nette fin d'année	M€ -23,3	-38,3	-58,6	
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€ 4,00	4,00	0,01	
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€ 16,0	16,0	16,0	
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€ 3,10	4,00	4,00	
= Valeur d'entreprise	M€ 136	216	366	
VE/EBITDA(R)	x	3,37	4,46	6,84
VE/CA	x	0,27	0,43	0,69