

À pas de géant

Publication Res./CA - 23/03/2015

Actualité

Le groupe affiche de solides performances pour l'exercice 2014, avec un bénéfice d'exploitation en hausse de 59 % à 22,9 m€, sur un chiffre d'affaires en hausse modeste de 2,5 %. Le résultat net part du groupe qui s'élève à 10,8 m€ est également bien supérieur aux attentes. Le montant des capitaux propres, à 182,6 m€, est sensiblement supérieur aux prévisions, ce qui s'explique par la combinaison des bénéfices élevés et d'un effet de change positif lié au fait qu'une partie importante de l'activité du groupe se trouve dans la zone dollar. Avec une trésorerie nette à 9,3 m€, Chargeurs repose sur une assise solide, ce qui se confirme également par la reprise du paiement d'un dividende de 0,2 euros, après une période de vaches maigres de huit ans. Par cette mesure, la direction, d'ordinaire si prudente, envoie de toute évidence un signal fort.

Analyse

Le rebond de la rentabilité de Chargeurs Interlining est sans doute l'un des éléments les plus satisfaisants de ces résultats pour 2014 : c'est un événement inattendu qui se cumule avec la bonne santé de la division films de protection.

Quant à l'activité déjà performante de la division Films de protection, elle combine les effets bénéfiques de la croissance continue des volumes tirée par les lancements de produits et ceux de la reprise du secteur de la construction (une clientèle essentielle pour le groupe) notamment aux États-Unis. Les répercussions positives de la croissance des volumes ont été accentuées par la baisse des prix du polyéthylène (un intrant de base) et par la vigueur du dollar. Les marges d'exploitation ont grimpé de 5,6 % en 2013 à 8 % en 2014. En ce qui concerne les prévisions, l'effet positif de la baisse du prix des intrants n'est que ponctuel (puisque les variations du prix du polyéthylène sont répercutées), en revanche, l'augmentation des volumes et l'amélioration du mix (nouveaux lancements) devraient permettre aux marges d'exploitation de frôler les 50 à 100 pnb d'augmentation. Pour mémoire, Chargeurs Films de protection doit encore faire une percée dans le marché potentiel et immense que représente l'automobile.

Chargeurs Interlining, longtemps victime de la forte pression concurrentielle au sein de l'industrie du textile et du mouvement qui en a résulté, consistant à baisser toujours davantage les prix et la qualité, a réussi à inverser la tendance. Pour cette division, le passage par une baisse des volumes en contrepartie d'une réorientation vers une demande plus haut de gamme semble avoir porté ses fruits. En outre, Interlining semble avoir bénéficié de l'exploration de nouveaux marchés qui commencent à utiliser des textiles techniques dans le marché de la publicité. Ce n'est qu'un début semble-t-il. La marge d'exploitation d'Interlining a plus que doublé à 3,6 % avec... un chiffre d'affaires en baisse de 3,6 % en raison de l'effet négatif de l'exposition au peso argentin. Bien que la direction tienne à souligner les efforts qu'il reste à fournir pour tirer le meilleur profit de toutes les potentialités offertes par les applications des textiles techniques, un retour à des marges d'exploitation historiques à 5 % ne doit plus être écarté. La « seule » question qui se pose dorénavant est de savoir quand.

Les activités de la division Laine présentent également un tableau assez réjouissant de l'exercice 2014. La baisse des prix en euro (baisse de 2 %) a été compensée par une forte augmentation des volumes (+ 7 %), tandis que le passage à une activité commerciale pure à faible intensité capitalistique s'avère efficace pour neutraliser efficacement les risques. Les 3,2 % de marge d'exploitation enregistrés en 2014 (contre 2,1 % en 2013) pourraient bien s'avérer durables, à condition que la chute des prix du brut n'augmente pas trop rapidement la compétitivité relative des fibres chimiques (qui représentent déjà l'essentiel de la consommation mondiale de textiles).

Analyst : Pierre-Yves GAUTHIER
otherfinancials@alphavalue.eu
 T. : +33 (0) 1 70 61 10 50

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

Achat	Potentiel : 99,5 %
Cours objectif à 6 mois	11,5 €
Cours	5,74 €
Capitalisation boursière M€	132
Momentum du cours	FORT
Extrême 12 mois	4,18 ▶ 6,08
Newsflow	Neutre
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA



Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-0,69 %	3,24 %	18,4 %	0,53 %
Autres Financières	1,46 %	6,86 %	18,5 %	27,1 %
STOXX 600	1,87 %	6,22 %	18,7 %	23,3 %

Dernière maj : 03/09/2014	12/12A	12/13A	12/14E	12/15E
PER ajusté (x)	-9,08	10,0	9,74	7,56
Rendement net (%)	0,00	0,00	3,75	4,36
VE/EBITDA(R) (x)	6,37	2,69	3,85	3,66
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

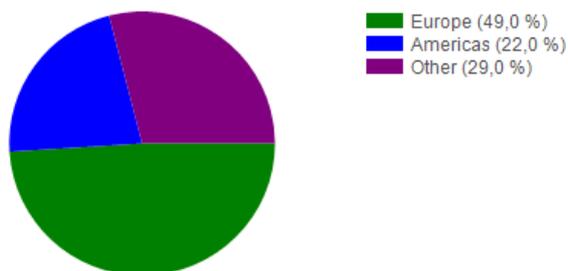
[Valorisation](#) - [Comptes](#)

En 2014, Chargeurs a réduit son endettement net à -9 m€ (donc cash net), mais le groupe a tout de même enregistré de lourdes charges d'intérêt sur sa dette bancaire brute. Ces charges devraient être réduites grâce aux renégociations entreprises et finalisées en grande partie en 2014.

■ Impact

Nous sommes favorablement impressionnés par la vitesse à laquelle Chargeurs a recouvré sa capacité bénéficiaire nominale. Nos chiffres doivent être revus à la hausse, puisque le holding est en avance d'un an sur ses objectifs initiaux. L'avenir devrait être porteur d'une combinaison faite d'augmentation des volumes (effet d'entraînement du "QE" dans le monde réel), d'effet de change positif avec le dollar (activités de la branche Films de protection aux États-Unis) et d'effet positif supplémentaire lié à la baisse du prix du pétrole. L'énorme décote de l'action face à son actif net réévalué ne peut plus se justifier aujourd'hui par une exploitation médiocre. Le potentiel de hausse de 100% est devenu concret avec l'accélération de 2014.

Géographie du chiffre d'affaires



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
Marge d'EBITDA(R)	% 7,05	6,59	7,06
Dotations aux amortissements	M€ -8,60	-10,8	-10,0
Résultat opérationnel courant	M€ 17,8	20,5	25,0
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€ 17,8	20,5	25,0
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
Résultat net ajusté, pdg	M€ 7,90	11,9	16,7
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
Cash flow disponible (avant div)	M€ 11,6	-8,42	7,71

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
BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)	€ 0,37	0,55	0,76
Actif net réévalué par action	€		
Dividende net par action	€ 0,00	0,20	0,25

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	12,6 €	55 %	Akzo Nobel
Rendement	9,37 €	20 %	Solvay
DCF	9,63 €	10 %	Wendel
P/E	11,5 €	10 %	Bolloré
Cours/Actif net comptable	10,7 €	5 %	GBL
Objectif de cours	11,5 €	100 %	Sonae
			Hal Trust
			Eurazeo

Calcul NAV/SOTP

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
Capitaux propres part du groupe	M€ 171	174	185
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
Endettement net / (trésorerie)	M€ -2,50	7,22	4,88
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
ROE (après impôts)	% 4,50	6,88	9,30
Rendement des capitaux investis	% 10,5	9,31	10,7
Ratio d'endettement	% 8,82	1,35	3,27
Dettes nettes ajustées/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
PER ajusté	x 10,0	9,74	7,56
Rendement du cash flow disponible	% 13,5	-6,90	5,87
P/ANC	x 0,50	0,70	0,71
Rendement du dividende	% 0,00	3,75	4,36

Valeur d'entreprise

	12/13A	12/14E	12/15E
Capitalisation boursière	M€ 85,7	122	131
+ 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	121	128
VE/EBITDA(R)	x 2,69	3,85	3,66
VE/CA	x 0,19	0,25	0,26

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