



Sociétés holdings / France

48 bd des Batignolles, 75017 Paris - France

Tel +33 (0) 1 70 61 10 50

Email sales@alphavalue.euWeb WWW.ALPHAVALUE.COM

Un S1 brillant pour l'activité Films de protection

Publication Res./CA - 03/09/2014

■ Actualité

Les résultats du premier semestre de la division Films de protection semblent indiquer une tendance vers un accroissement important des marges, tandis qu'Interlining, l'autre activité principale du groupe, a fait mieux que résister sur une base opérationnelle, malgré les effets négatifs de la dépréciation du peso argentin face à l'euro. Les démarches entreprises pour assainir le bilan se poursuivent, même si le groupe se sent maintenant assez fort pour racheter des actifs de production externalisés.

■ Analyse

L'activité Films de Protection tourne à plein régime et confirme sa position de moteur de profit du groupe avec une progression de 7,8 % du chiffre d'affaires (impressionnante dans un contexte de stagnation du PIB européen) et de 72 % du résultat d'exploitation. Cette progression débouche sur un accroissement à 8,5 % de la marge d'exploitation, alors que nous anticipions 6,2 % pour 2014. L'activité n'est pas saisonnière, mais elle est logiquement ralentie en août et décembre. Pourtant, les marges du S2 pourraient maintenir les niveaux élevés atteints au premier semestre, puisque la croissance des volumes conduit à une meilleure utilisation des capacités, source de marges. Même si la phase de redressement y est sans doute pour quelque chose, le levier opérationnel lié à l'accroissement des volumes est étonnamment élevé à près de 9x (+72 %/+ 8 %). La confiance dans la rentabilité de la division a conduit le groupe à acquérir la pleine propriété de ses outils de production. Cela a déjà eu des répercussions sur les marges du S1 (diminution des frais de location, bien que le groupe doit supporter des charges d'intérêt complémentaires, en "dessous" de l'Ebit).

L'activité Films de Protection semble gagner des parts de marché malgré un contexte de croissance lente. Ses efforts constants pour se concentrer sur des marchés de niche semblent porter leurs fruits.

Quant à la division Interlining qui continue de se battre, ses performances s'avèrent largement satisfaisantes avec un chiffre d'affaires stable à données comparables (en baisse de 5,4 % en raison de la chute du peso argentin) et un Rex en hausse de 40 %, si l'on ne tient pas compte des plus-values réalisées l'année dernière sur les cessions, ce qui est une belle performance. Certaines des activités d'Interlining semblent également avoir dans leur pipeline des opportunités intéressantes et prometteuses dans le domaine des textiles techniques, bien loin de la morosité qui affecte le secteur de l'habillement.

Enfin, le chiffre d'affaires de la division Chargeurs Wool, devenue une entreprise de services à faible intensité capitalistique, progresse de 3,3 % et son Rex se stabilise (à 1,5 m€, soit 2,7 % de marge), des indicateurs plus convaincants lorsque pris sous l'angle de rendement des capitaux investis.

Cette progression des différentes divisions est une bonne nouvelle. Le groupe a annoncé un objectif de 470 m€ de chiffre d'affaires pour cet exercice (475 m€ selon nous) et un Rex de 19 m€ (20,5 m€ selon nous). Notre optimisme à ce stade, repose sur la confiance qui semble émaner du groupe en ce qui concerne les exercices à venir.

La décision de racheter des actifs de production antérieurement loués, pour un prix de 12,6 m€ ramène la trésorerie nette juste au dessus de zéro. Cette solidité du bilan est un excellent point de départ pour investir dans la croissance des deux principales activités industrielles.

■ Impact

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

Achat	Potentiel : 95,3 %
Cours objectif à 6 mois	10,9 €
Cours	5,60 €
Capitalisation boursière M€	84,0
Momentum du cours	FORT
Extrême 12 mois	3,84 ▶ 6,10
Newsflow	Neutre
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA


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

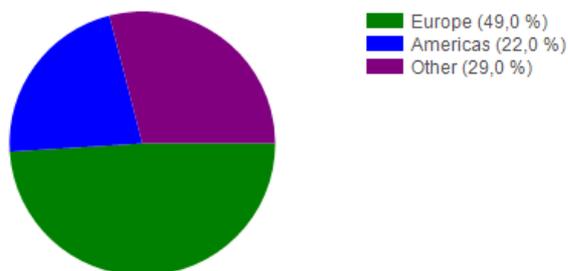

Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	2,00 %	8,95 %	2,94 %	40,0 %
Autres Financières	-1,12 %	3,02 %	-2,88 %	20,0 %
STOXX 600	-0,06 %	3,27 %	-0,68 %	13,1 %

Dernière maj : 03/09/2014	12/12A	12/13A	12/14E	12/15E
PER ajusté (x)	-9,08	10,0	10,2	7,38
Rendement net (%)	0,00	0,00	3,57	4,46
VE/EBITDA(R) (x)	6,37	2,69	4,05	3,57
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](#)

Les résultats sont très satisfaisants. L'activité des divisions du groupe est saine malgré des conditions macroéconomiques peu propices. Nos prévisions pour avant publication du S1 étaient légèrement optimistes, nous ne les ajustons donc qu'à la marge. Toutefois, la répartition des contributions aux résultats est sensiblement modifiée pour tenir compte du dynamisme de la division Films de Protection, alors que nous étions un peu trop optimistes sur les performances d'Interlining. Par ailleurs, il est important de noter que les BNPA d'AlphaValue sont toujours totalement dilués, car nous considérons que les derniers titres convertibles seront échangés à l'échéance (2016) et non rachetés.

Géographie du chiffre d'affaires



Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	12,6 €	55 %	Akzo Nobel
Rendement	7,58 €	20 %	Solvay
DCF	8,91 €	10 %	Wendel
P/E	11,2 €	10 %	Bolloré
Cours/Actif net comptable	9,47 €	5 %	GBL
Objectif de cours	10,9 €	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
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€ 3,30	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. surval. et dilut.)	€ 0,37	0,55	0,76
Actif net réévalué par action	€		
Dividende net par action	€ 0,00	0,20	0,25

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
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
PER ajusté	x 10,0	10,2	7,38
Rendement du cash flow disponible	% 13,5	-6,57	6,02
P/ANC	x 0,50	0,74	0,69
Rendement du dividende	% 0,00	3,57	4,46

Valeur d'entreprise

	12/13A	12/14E	12/15E
Capitalisation boursière	M€ 85,7	128	128
+ 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	127	125
VE/EBITDA(R)	x 2,69	4,05	3,57
VE/CA	x 0,19	0,27	0,25

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