



Chargeurs^{CR}

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

Stabilisation en 2013

Nouvelle importante - 25/11/2013

■ Actualité

Le chiffre d'affaires de la société Chargeurs pour le 3e trimestre, sur une base pro forma, est en baisse de 3,9 % : le CA de l'activité Films de protection progresse à 47,6 m€ contre 45,9 m€, en raison d'un effet volume positif, Interlining s'établit à 43,1 m€ contre 43,9 m€ en raison d'un effet de change négatif et le chiffre d'affaires de l'activité Laine tombe à 20 m€ contre 35 m€, en raison d'une forte variation du périmètre, d'une baisse des volumes et de la baisse des prix de la laine brute.

■ Analyse

Les chiffres du T3 sont satisfaisants compte tenu du mauvais contexte macroéconomique général. Les Films de protection ont fait un excellent travail en affichant une croissance des volumes. La performance d'Interlining doit également être saluée puisque la baisse de ses ventes n'est que marginale, malgré la concurrence sauvage qui règne dans ce secteur. Afin d'améliorer sa rentabilité, cette division abandonne une ligne d'activité déficitaire, à un coût de 4 m€, et économise ainsi 1,5 m€ par an.

Au-delà des changements de périmètre, la nouvelle baisse des volumes et des prix constatée dans le segment Laine confirme que la décision de réduire l'exposition de la société à cette activité était sage. Chargeurs est allé plus loin, en cédant 26,4 % d'une unité de peignage de laine en Chine à un partenaire local et en ne conservant qu'une participation de 50 %. Le groupe a essentiellement laissé de côté l'aspect industriel de l'activité pour se concentrer sur le service à la clientèle, par le biais de son réseau mondial de vente, ce qui lui permet de limiter ses capitaux engagés.

■ Impact

Les chiffres et les actions du T3 confirment que Chargeurs est sur la bonne voie pour sortir des années noires de la restructuration où les ressources financières étaient insuffisantes pour la mener à bien. Il en résulte des perspectives satisfaisantes pour le groupe fortement désendetté. Les dernières prévisions de résultat d'exploitation pour l'exercice 2013, confirmées à 14 m€ au moins contre 7 m€ en 2012, sont inférieures à nos propres estimations à 17,5 m€,. Nous allons toutefois revoir nos prévisions légèrement à la baisse pour l'exercice en cours même si ces prévisions sont sans doute quelque peu conservatrices.

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

Achat	Potentiel : 112 %
Cours objectif à 6 mois	9,81 €
Cours	4,62 €
Capitalisation boursière M€	62,5
Momentum du cours	BON
Extrême 12 mois	2,86 ▶ 6,00
Newsflow	Neutre
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA

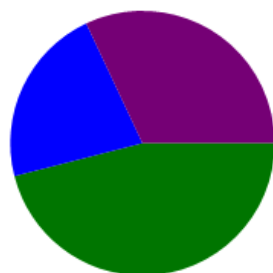
[Téléchargez l'analyse complète](#)[Page valeur](#)

Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-4,55 %	-18,7 %	38,7 %	44,4 %
Autres Financières	0,06 %	1,66 %	8,65 %	37,7 %
STOXX 600	-0,16 %	1,28 %	6,39 %	18,6 %

Dernière maj : 02/09/2013	12/11A	12/12A	12/13E	12/14E
PER ajusté (x)	10,1	-8,57	15,9	8,91
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	4,33
VE/EBITDA(R) (x)	6,00	6,19	4,65	4,16
BPA ajusté (€)	0,47	-0,37	0,29	0,52
Croissance des BPA (%)	-35,2			78,4
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,20
Chiffre d'affaires (M€)	552	525	467	485
Marge opérationnelle (%)	4,29	1,33	3,75	4,23
Résultat net publié, pdg (M€)	10,5	-15,1	5,60	10,5
ROE (après impôts) (%)	5,31	-6,86	3,11	5,71
Taux d'endettement (%)	35,9	30,9	12,6	6,03

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

Géographie du chiffre d'affaires



■ Europe (46,0 %)
■ Americas (22,0 %)
■ Other (32,0 %)

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	13,0 €	55 %	● Akzo Nobel
Rendement	4,75 €	20 %	● Solvay
DCF	6,60 €	10 %	● Wendel
P/E	6,14 €	10 %	● Bolloré
Cours/Actif net comptable	8,45 €	5 %	● GBL
Objectif de cours	9,81 €	100 %	● Sonae
			● Hal Trust
			● Eurazeo

Calcul NAV/SOTP

Compte d'exploitation consolidé

	12/12A	12/13E	12/14E
Chiffre d'affaires	M€ 525	467	485
Croissance du CA	% -4,96	-11,0	3,85
Variation des coûts de personnel	% 1,46	-8,61	0,93
EBITDA	M€ 17,6	27,5	30,5
Marge d'EBITDA(R)	% 4,46	7,28	7,63
Dotations aux amortissements	M€ -9,80	-10,0	-10,5
Résultat opérationnel courant	M€ 6,60	17,5	20,0
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€ 7,00	17,5	20,0
Résultat financier net	M€ -10,2	-8,00	-6,00
dt serv. des engagts de retraites	M€	-0,72	-0,77
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€ 1,30		
Impôts sur les sociétés	M€ -9,20	-2,90	-3,50
Mises en équivalence	M€ -1,20	-1,00	0,00
Intérêts minoritaires	M€ -0,60	0,00	0,00
Résultat net ajusté, pdg	M€ -10,8	5,60	10,5
NOPAT	M€ 4,68	11,8	14,5

Tableau de financement

EBITDA	M€ 17,6	27,5	30,5
Variation du BFR	M€ 23,1	6,60	-7,00
Dividendes reçus des SME	M€ 0,90	0,90	0,90
Impôt payé	M€ -3,70	-2,90	-3,50
Eléments exceptionnels	M€ 0,00	0,00	0,00
Autres cash flow d'exploitation	M€ -5,00	-5,00	-5,00
Cash flow d'exploitation total	M€ 32,9	27,1	15,9
Investissements matériels	M€ -2,20	-3,00	-5,50
Flux d'investissement net	M€ -2,20	0,00	-7,50
Charges financières nettes	M€ -10,2	-8,00	-6,00
Dividendes (maison mère)	M€ 0,00	0,00	0,00
Dividendes payés aux minoritaires	M€ 0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€ 0,80	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€ -48,7	-38,7	-15,2
Variation de la trésorerie	M€ 2,00	-11,6	-6,83
Cash flow disponible (avant div)	M€ 20,5	16,1	4,40

Données par action

Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio 21,5	21,5	21,5
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio 21,5	21,5	21,5
BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)	€ -0,37	0,29	0,52
Actif net réévalué par action	€		
Dividende net par action	€ 0,00	0,00	0,20

Bilan

	12/12A	12/13E	12/14E
Survaleurs	M€ 65,9	64,0	64,0
Total actif incorporel	M€ 69,9	70,0	70,0
Immobilisations corporelles	M€ 47,5	44,0	38,6
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€ 24,6	23,0	25,0
BFR	M€ 49,6	43,0	50,0
Autres actifs courants	M€ 28,2	29,0	30,0
Actif total (net des engagements CT)	M€ 232	212	218
Capitaux propres part du groupe	M€ 180	181	187
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€		
Intérêts minoritaires	M€ 6,60	6,00	7,00
Provisions pour retraite	M€ 10,6	11,4	11,4
Autres prov. pour risques et charges	M€ 6,00	6,00	6,00
Total des prov. pr risques et charges	M€ 16,6	17,4	17,4
Charges d'IS	M€ -11,9	-11,9	-11,9
Autres charges	M€ 8,00	7,00	8,00
Endettement net / (trésorerie)	M€ 32,7	12,9	9,71
Passifs totaux	M€ 232	212	218

Capitaux employés

Capitaux investis	M€ 237	226	229
-------------------	--------	-----	-----

Ratios de profits & risques

ROE (après impôts)	%	-6,86	3,11	5,71
Rendement des capitaux investis	%	3,69	7,23	8,33
Ratio d'endettement	%	30,9	12,6	6,03
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	3,34	1,72	1,49
Couverture des frais financiers	x	0,65	2,40	3,82

Ratios de valorisation

PER ajusté	x	-8,57	15,9	8,91
Rendement du cash flow disponible	%	30,1	16,2	4,43
P/ANC	x	0,38	0,55	0,53
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	4,33

Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	M€ 68,1	99,4	99,4
+ Provisions	M€ 16,6	17,4	17,4
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€ 0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€ 32,7	12,9	9,71
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€ 45,5	45,5	45,5
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€ 24,6	23,0	25,0
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€ 6,60	6,00	7,00
= Valeur d'entreprise	M€ 145	158	154
VE/EBITDA(R)	x 6,19	4,65	4,16
VE/CA	x 0,28	0,34	0,32

Analyste : Pierre-Yves Gauthier, Changements de prévisions : 02/09/2013.