

Un solide S1 et un message inattendu de croissance

Publication Res./CA - 27/08/2015

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

Actualité

Chargeurs présente de solides résultats d'ensemble et réaffirme sa confiance pour 2015. Ce n'est qu'une demi-surprise. La vraie surprise positive provient de la nouvelle structure organisationnelle qui vise à identifier les domaines de croissance du groupe non mis en valeur jusqu'à présent.

Parmi les chiffres clés : le chiffre d'affaires du S1 progresse de 5,2 %, à 256,6 M€, le résultat d'exploitation et le résultat net part du groupe gagnent 25% à respectivement à 14,4 et 8 M€.

Le groupe reste libre de tout endettement avec une situation nette de trésorerie de 9,8 M€, tandis que le montant de ses capitaux propres atteint les 205,6 M€.

Analyse

La croissance du chiffre d'affaires hors effet de change recule de 2,2 %, ce qui ne saurait inquiéter car ce ralentissement reflète le fait que le groupe se sépare peu à peu des clients peu rentables de la division Interlining. En effet, la baisse du chiffre d'affaires de Chargeurs, attribuable à une chute de 3,3 % en volume, est presque compensée par une progression de 3 % du mix/prix (hors effet de change). Ces résultats montrent qu'une gestion toujours plus rigoureuse des clients (par la mise en œuvre à l'échelle du groupe, de procédures lancées par la division Films de protection) est particulièrement payante : Chargeurs facture plus.

Toutefois la nouvelle majeure est le fait que Chargeurs affiche un tournant positif dans son histoire d'entreprise en donnant naissance à une quatrième division dénommée « Technical Substrates ». Cette dénomination est plutôt aride pour décrire des textiles techniques adaptés à une demande naissante de produits à forte ajoutée, tels que l'impression numérique, les revêtements spéciaux pour mobilier ou pour les spectacles, dans un marché qui semble tiré par la demande, plutôt que par l'offre d'un meilleur produit toujours moins cher. Le maître mot est ici la croissance, avec un taux courant actuel de +25 %/an qui devrait se stabiliser à 15 %. Belle performance, si l'on compare avec la tendance historique d'Interlining à ne pas générer de croissance. Mieux encore, ces « substrats techniques » devraient afficher une forte marge d'exploitation de 15 %, avec un plancher à 13 %. Ces chiffres se démarquent de ceux des autres divisions (inférieurs à 10 %).

Cette quatrième division est issue de l'ancienne Interlining, la nouvelle devient ainsi plus petite et va devoir lutter encore davantage sur le seul terrain de ses marchés textiles historiques. La croissance sous-jacente est toujours nulle, voire négative, mais, comme nous l'avons déjà fait observer plus avant, cette division a accompli un bon travail en luttant pour ses prix. Sa principale stratégie consiste à promouvoir le haut de gamme, malgré un contexte de baisse de la demande du prêt-à-porter de luxe italien (effondrement du rouble russe, mesures anticorruption en Chine, etc.). L'exploit est ici d'avoir généré une progression de 90pdb de la marge d'exploitation à 3,5 %, dans ce contexte hostile.

La direction de Chargeurs a précisé, sans entrer dans les détails, qu'elle souhaitait soumettre cette division Interlining rétrécie à un « examen stratégique », les options étant : croissance/consolidation de la division ou cession pure et simple en cas de proposition d'un bon prix.

Chargeurs Films de protection, qui constitue toujours l'élément moteur du groupe, a surfé sur une activité soutenue aux États-Unis tirée par le secteur de la construction et par le cours favorable du dollar. Il est satisfaisant de constater que les marges d'exploitation sont passées de 8,6 à 9,6 %, malgré une progression modeste des volumes et malgré les prix exorbitants imposés par les fournisseurs de polyéthylène, à un

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

Achat	Potentiel : 75,4 %
Cours objectif à 6 mois	13,2 €
Cours	7,55 €
Capitalisation boursière M€	174
Momentum du cours	FORT
Extrême 12 mois	4,07 ▶ 7,79
Newsflow	Neutre
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA


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


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	9,42 %	-1,95 %	9,90 %	36,2 %
Autres Financières	-1,19 %	-8,26 %	-8,31 %	10,4 %
STOXX 600	-0,97 %	-11,0 %	-11,9 %	2,93 %

Dernière maj : 02/09/2015	12/13A	12/14A	12/15E	12/16E
PER ajusté (x)	10,1	9,90	11,6	8,61
Rendement net (%)	0,00	3,75	3,31	3,97
VE/EBITDA(R) (x)	2,69	3,51	4,40	3,68
BPA ajusté (€)	0,37	0,54	0,65	0,88
Croissance des BPA (%)		45,8	21,1	34,4
Dividende net (€)	0,00	0,20	0,25	0,30
Chiffre d'affaires (M€)	467	478	500	520
Marge opérationnelle (%)	3,82	4,47	5,29	5,73
Résultat net pdg (M€)	3,20	11,2	13,5	20,2
ROE (après impôts) (%)	4,44	6,14	6,45	8,69
Taux d'endettement (%)	8,82	-3,04	-5,29	-8,49

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

période où le prix du brut a diminué de moitié par rapport au S1 2014. Bien qu'un tiers des fluctuations de prix soient répercutées, la pente des variations de cours est un élément important des coûts/effets d'aubaine pour Chargeurs. Nous espérons que la pression va s'atténuer au S2.

La division Laine (dont l'activité se limite à la commercialisation de laine peignée) semble être sur la voie de la rentabilité durable, même si les prix de réalisation (et par conséquent les ventes affichées) peuvent osciller. La tendance à long terme semble être au raffermissement des prix.

Dans l'ensemble Chargeurs réalise un excellent premier semestre et provoque une petite révolution en ouvrant au grand jour un potentiel de croissance, maintenant que le groupe a atteint une taille suffisante. Plus particulièrement, l'augmentation des capacités de production de « Technical Substrates » devrait déboucher sur de nouvelles ventes à partir de 2016.

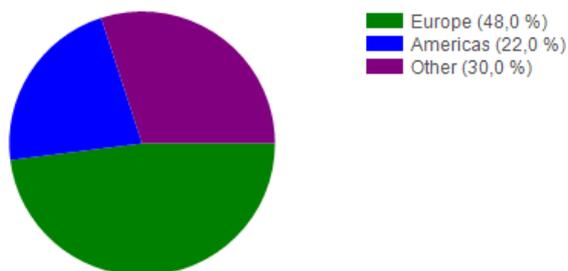
Sur le plan financier, le groupe a enregistré une dépréciation sur le goodwill lié à une filiale chinoise à 49 % et entériné le fait que ses meilleures perspectives opérationnelles justifiaient l'activation de crédits d'impôts découlant de ses importants déficits reportables. Le crédit d'impôt est donc de 6,8 M€ au S1. On retient que le groupe pourrait bénéficier d'un faible taux d'imposition pour un "certain temps", en fonction de la croissance de ses activités. À court terme, le crédit d'impôt de 2015 est un élément exceptionnel qui agrège les économies d'impôt potentielles rattachées aux bénéfices futurs au cours des cinq prochaines années. Ces économies d'impôt potentielles sont susceptibles d'être ajustées au fur et à mesure chaque année, l'incidence sur le crédit d'impôt étant beaucoup moins importante pour un exercice donné.

La direction du groupe est confiante en ce qui concerne les performances du S2 : elle anticipe un résultat opérationnel courant minimum de 26 M€. La tradition est de rester prudent, aussi le marché est-il tenté d'anticiper plus. AlphaValue escomptait déjà 27,2 M€ sur la même définition (nous utilisons la répartition du résultat d'exploitation par opposition à celle du résultat opérationnel courant).

■ Impact

Nos prévisions de résultat opérationnel courant ont été revues à la hausse d'environ 9%, afin de refléter une intensification plus forte que prévu des activités, notamment grâce à la division « Technical Substrate ». En outre, la nouvelle situation fiscale créée par la reconnaissance des crédits d'impôt pour une utilisation future en cas de réalisation de bénéfices en France, contribue à la maîtrise partielle de cette charge.

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

		12/14A	12/15E	12/16E
Chiffre d'affaires	M€	478	500	520
Croissance du CA	%	2,53	4,63	3,96
Variation des coûts de personnel	%	2,32	2,81	3,50
EBITDA	M€	31,6	37,0	40,8
Marge d'EBITDA(R)	%	6,61	7,39	7,85
Dotations aux amortissements	M€	-8,90	-9,50	-10,0
Résultat opérationnel courant	M€	22,7	27,5	30,8
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	21,4	26,2	29,8
Résultat financier net	M€	-6,30	-4,20	-3,10
dt serv. des engagts de retraites	M€	-0,40	-0,32	-0,21
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€			
Impôts sur les sociétés	M€	-4,30	2,45	-6,82
Mises en équivalence	M€	0,40	-10,7	0,50
Intérêts minoritaires	M€	0,00	-0,20	-0,20
Résultat net ajusté, pdg	M€	11,7	15,0	20,2
NOPAT	M€	16,6	8,82	22,2

Tableau de financement

		12/14A	12/15E	12/16E
EBITDA	M€	31,6	37,0	40,8
Variation du BFR	M€	8,60	-7,80	3,00
Dividendes reçus des SME	M€	0,70	0,50	0,50
Impôt payé	M€	-4,60	2,45	-6,82
Eléments exceptionnels	M€	0,00	0,00	0,00
Autres cash flow d'exploitation	M€	-7,50	-5,00	-5,00
Cash flow d'exploitation total	M€	28,8	27,1	32,5
Investissements matériels	M€	-9,10	-12,0	-10,0
Flux d'investissement net	M€	-9,90	-15,0	-13,0
Charges financières nettes	M€	-6,30	-4,20	-3,10
Dividendes (maison mère)	M€	0,00	-3,00	-5,00
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	3,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	3,80	-19,5	-13,9
Variation de la trésorerie	M€	22,7	-7,37	5,62
Cash flow disponible (avant div)	M€	13,4	10,9	19,4

Données par action

		12/14A	12/15E	12/16E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	23,0	23,0	23,0
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	22,9	23,0	23,0
BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)	€	0,54	0,65	0,88
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,20	0,25	0,30

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	13,9 €	55 %	■ Akzo Nobel
Rendement	9,41 €	20 %	■ Solvay
DCF	16,3 €	10 %	■ Wendel
P/E	14,2 €	10 %	■ Bolloré
Cours/Actif net comptable	12,9 €	5 %	■ GBL
Objectif de cours	13,2 €	100 %	■ Sonae
			■ Hal Trust
			■ Eurazeo

Calcul NAV/SOTP

Bilan

		12/14A	12/15E	12/16E
Survaleurs	M€	70,4	75,5	75,5
Total actif incorporel	M€	72,6	78,0	78,0
Immobilisations corporelles	M€	50,3	53,0	57,0
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	27,1	19,0	19,0
BFR	M€	23,2	31,0	28,0
Autres actifs courants	M€	24,6	28,0	30,0
Actif total (net des engagements CT)	M€	201	214	217
Capitaux propres part du groupe	M€	194	225	240
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	3,80	5,00	5,00
Provisions pour retraite	M€	15,5	9,20	9,47
Autres prov. pour risques et charges	M€	0,40	1,00	1,00
Total des prov. pr risques et charges	M€	15,9	10,2	10,5
Charges d'IS	M€	-13,5	-23,0	-23,0
Autres charges	M€	10,7	11,0	11,0
Endettement net / (trésorerie)	M€	-9,30	-14,5	-26,1
Passifs totaux	M€	201	214	217

Capitaux employés

		12/14A	12/15E	12/16E
Capitaux investis	M€	177	185	186

Ratios de profits & risques

		12/14A	12/15E	12/16E
ROE (après impôts)	%	6,14	6,45	8,69
Rendement des capitaux investis	%	9,39	4,77	11,9
Ratio d'endettement	%	-3,04	-5,29	-8,49
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-0,17	-0,28	-0,54
Couverture des frais financiers	x	3,85	7,08	10,7

Ratios de valorisation

		12/14A	12/15E	12/16E
PER ajusté	x	9,90	11,6	8,61
Rendement du cash flow disponible	%	10,9	6,27	11,2
P/ANC	x	0,63	0,77	0,73
Rendement du dividende	%	3,75	3,31	3,97

Valeur d'entreprise

		12/14A	12/15E	12/16E
Capitalisation boursière	M€	123	174	174
+ Provisions	M€	15,9	10,2	10,5
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	-9,30	-14,5	-26,1
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	4,00	4,00	4,00
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€	26,0	16,0	16,0
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	3,80	5,00	4,00
= Valeur d'entreprise	M€	111	163	150
VE/EBITDA(R)	x	3,51	4,40	3,68
VE/CA	x	0,23	0,33	0,29

Analyste : Pierre-Yves Gauthier, Changements de prévisions : 02/09/2015.