



Chargeurs

Sociétés holdings / France

[You can continue to receive AlphaValue's Research under MiFID II](#) [Learn more](#)

D'une pierre, plusieurs bon coups

M&A /Corp. Action - 29/06/2018

La première acquisition significative de Chargeurs semble cocher toutes les cases : parfaite d'un point de vue stratégique, elle conduit à une meilleure utilisation du capital et donne un nouvel élan à son activité jusqu'ici à faible croissance, Fashion Technologies. De fait, le BPA 2019 est revu en hausse de 15%.

■ Actualité

Chargeurs SA a enfin cassé sa tirelire pour faire l'acquisition d'une cible de 66m\$ (valeur d'entreprise) et de 80m\$ de CA complétant bien son activité Fashion Technologies.

La transaction devrait être finalisée au T4 2018 et devrait contribuer immédiatement à améliorer les résultats. Le CA de Fashion technologies devrait atteindre 200m€ par an avec un EBIT sous-jacent attendu à 15m€, améliorant la marges d'EBIT actuelles de la division.

L'entreprise cible, PCC, est localisée aux États-Unis, mais génère 90% de son CA en Asie. Elle semble complémentaire des activités Entoilage/Interlining originales de Fashion Technologies dont elle augmente les débouchés, et à laquelle elle ajoute surtout une importante composante services. PCC se positionne comme contractant auprès des grandes marques (généralement sans outil de production) pour spécifier les intrants dans la chaîne de fabrication des confectionneurs sous traitants. Ce référencement est une garantie de qualité et de cohérence, essentielle aux grandes marques.

■ Analyse

Cette acquisition significative ne semble avoir que des avantages:

-elle confirme que le groupe tient sa ligne stratégique qui consiste à ajouter des actifs générateurs de croissance à ses métiers existants plutôt que de se débarrasser de ses actifs supposés non-performants comme le ferait une société holding à lecture financière (et souvent simpliste); nous apprécions cette démarche;

-l'acquisition de PCC constitue un changement de business model pour le métier. Elle offre des synergies au niveau du CA (les plus séduisantes) en ajoutant la dimension services en phase avec la mutation rapide du secteur de l'habillement : la mode éphémère, son exigence de "just-in-time", et des marques fortes d'envergure mondiale. En apportant un service, et non plus simplement un produit, Chargeurs évolue dans la bonne direction, à l'instar des initiatives similaires déjà engagées dans les autres divisions (Technical Substrates et Protective Film) ;

-PCC s'adresse à des segments du secteur habillement (vêtements de sport, sous-vêtements) très complémentaires de ceux abordés à ce jour par Fashion Technologies;

P.- au terme de l'opération, la couverture géographique du groupe, déjà exceptionnelle pour un conglomérat industriel de petite taille, sera encore plus ancrée sur l'Asie;

-le prix auquel s'effectue la transaction est agréable à 7,5x l'EBITDA, confirmant



Pierre-Yves GAUTHIER
otherfinancials@alphavalue.eu
+33 (0) 1 70 61 10 50
cs.alphavalue.com

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

Achat	Potentiel: 18,8 %
Cours objectif à 6 mois	30,2 €
Cours	25,4 €
Cap. boursière M€	593
Momentum du cours	DÉFAVORABLE
Extrême 12 mois	21,6 ▶ 28,1
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA



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



Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	10,9 %	8,09 %	8,39 %	6,99 %
Autres Financières	-1,63 %	-3,95 %	-0,74 %	3,47 %
STOXX 600	-1,05 %	-1,98 %	2,06 %	-2,32 %

Dernière maj : 29/06/2018	12/16A	12/17A	12/18E	12/19E
PER ajusté (x)	9,79	20,4	19,1	15,4
Rendement net (%)	5,16	2,70	2,76	3,15
VE/EBITDA(R) (x)	5,07	9,35	10,8	8,98
BPA ajusté (€)	1,09	1,09	1,33	1,65
Croissance des BPA (%)	56,8	0,02	22,2	23,7
Dividende net (€)	0,55	0,60	0,70	0,80
Chiffre d'affaires (M€)	506	533	567	657
Marge opérationnelle coura...	7,68	8,33	8,54	9,11
Résultat net pdg (M€)	25,0	25,2	31,0	38,4
ROE (après impôts) (%)	11,2	11,0	13,0	14,9
Taux d'endettement (%)	-5,43	-2,24	10,6	23,0

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

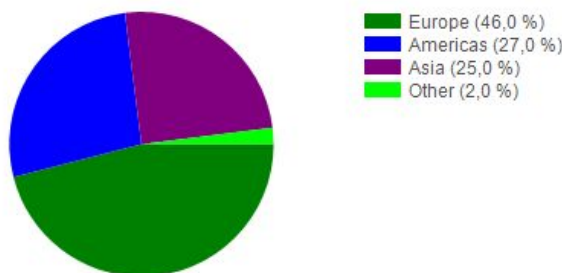
l'attention accordée par les dirigeants à la bonne maîtrise du coût de sa croissance externe; les actionnaires ne peuvent qu'apprécier.

-le déploiement des excédents de financement dans un investissement très rentable a mécaniquement un effet très positif

■ Impact

La conséquence principale de cette acquisition est le bénéfice mécanique d'avoir un emploi et donc des profits face à un excédent de financement (et donc des frais financiers). L'impact est significatif avec une hausse de 15% du BPA 2019, le premier exercice complet durant lequel PCC sera consolidé. Il y a ensuite le surcroît de croissance que devraient contribuer ces nouveaux actifs. Nous n'en tenons pas compte pour le moment. Cette opération contribue également à rééquilibrer partiellement le groupe, en réduisant sa dépendance aux performances jusqu'ici remarquables de Protective Films qui concentre 66% de sa valorisation. Nous considérons également comme une très bonne nouvelle la démonstration faite par la direction de sa capacité à mener une croissance de qualité. En résumé, les nouvelles sont excellentes.

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

		12/17A	12/18E	12/19E
Chiffre d'affaires	M€	533	567	657
Croissance du CA	%	5,25	6,42	15,8
Variation des coûts de personnel	%	12,0	5,91	5,85
EBITDA	M€	54,6	60,0	72,8
Marge d'EBITDA(R)	%	10,6	10,9	11,3
Dotations aux amortissements	M€	-10,2	-11,5	-13,0
Résultat opérationnel courant	M€	44,4	48,5	59,8
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	38,5	43,5	54,8
Résultat financier net	M€	-8,50	-9,10	-9,50
dt serv. des engagts de retraites	M€		-0,10	-0,13
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€			
Impôts sur les sociétés	M€	-4,00	-3,84	-7,46
Mises en équivalence	M€	-0,80	0,50	0,50
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Résultat net ajusté, pdg	M€	25,2	31,0	38,4
NOPAT	M€	30,3	34,5	42,5

Tableau de financement

		12/17A	12/18E	12/19E
EBITDA	M€	54,6	60,0	72,8
Variation du BFR	M€	-6,70	1,26	-1,16
Dividendes reçus des SME	M€	0,80	0,80	0,50
Impôt payé	M€	-7,00	-3,84	-7,46
Eléments exceptionnels	M€			
Autres cash flow d'exploitation	M€	-4,30	-5,00	-5,00
Cash flow d'exploitation total	M€	37,4	53,2	59,7
Investissements matériels	M€	-12,9	-26,0	-21,0
Flux d'investissement net	M€	-17,9	-97,4	-31,0
Charges financières nettes	M€	-8,50	-9,10	-9,50
Dividendes (maison mère)	M€	-13,8	-14,0	-16,3
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	7,20	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	31,3	-37,3	-36,7
Variation de la trésorerie	M€	54,1	-81,5	-7,97
Cash flow disponible (avant div)	M€	16,0	18,1	29,2

Données par action

		12/17A	12/18E	12/19E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	23,3	23,3	23,3
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	23,1	23,3	23,3
BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)	€	1,09	1,33	1,65
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,60	0,70	0,80

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	30,7 €	55 %	■ Ackermans & van H...
Rendement	26,1 €	20 %	■ Wacker Chemie
DCF	36,5 €	10 %	● Akzo Nobel
P/E	35,8 €	10 %	■ Solvay
Cours/Actif net comptable	17,2 €	5 %	● Bolloré
Objectif de cours	30,2 €	100 %	■ GBL
			■ Sonae
			■ Hal Trust

Calcul NAV/SOTP

Bilan

		12/17A	12/18E	12/19E
Survaleurs	M€	86,2	151	156
Total actif incorporel	M€	88,3	153	158
Immobilisations corporelles	M€	63,2	85,0	90,0
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	11,7	12,0	15,0
BFR	M€	21,1	19,8	21,0
Autres actifs courants	M€	24,0	27,0	30,0
Actif total (net des engagements CT)	M€	211	300	318
Capitaux propres part du groupe	M€	230	248	266
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	M€	16,4	14,6	14,8
Autres prov. pour risques et charges	M€	0,70	1,00	1,00
Total des prov. pr risques et charges	M€	17,1	15,6	15,8
Charges d'IS	M€	-30,3	-30,0	-30,0
Autres charges	M€	3,10	5,00	5,00
Endettement net / (trésorerie)	M€	-8,90	61,3	61,3
Passifs totaux	M€	211	300	318

Capitaux employés

		12/17A	12/18E	12/19E
Capitaux investis	M€	196	282	296

Ratios de profits & risques

		12/17A	12/18E	12/19E
ROE (après impôts)	%	11,0	13,0	14,9
Rendement des capitaux investis	%	16,0	12,7	14,8
Ratio d'endettement	%	-2,24	10,6	23,0
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	0,05	1,19	0,98
Couverture des frais financiers	x	5,07	5,23	6,16

Ratios de valorisation

		12/17A	12/18E	12/19E
PER ajusté	x	20,4	19,1	15,4
Rendement du cash flow disponible	%	3,09	3,05	4,93
P/ANC	x	2,25	2,39	2,23
Rendement du dividende	%	2,70	2,76	3,15

Valeur d'entreprise

		12/17A	12/18E	12/19E
Capitalisation boursière	M€	518	592	592
+ Provisions	M€	17,1	15,6	15,8
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	-8,90	61,3	61,3
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	11,9	11,9	11,9
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€	16,0	16,0	16,0
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	4,00	4,00	4,00
= Valeur d'entreprise	M€	526	669	669
VE/EBITDA(R)	x	9,35	10,8	8,98
VE/CA	x	0,99	1,18	1,02

Analyste : Pierre-Yves Gauthier, Changements de prévisions : 29/06/2018.