



# Chargeurs

Sociétés holdings / France



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

## Chargeurs renoue avec la croissance externe

Nouvelle importante - 19/07/2016

### Actualité

Chargeurs fait une acquisition significative bien que de petite taille, Main Tape, aux États-Unis. La société cible affiche environ 27m\$ de chiffre d'affaires dans la fabrication de films plastiques de protection, l'activité principale de Chargeurs SA. Les termes de la transaction ne sont pas connus. Nos simulations de l'impact de l'opération reposent sur les informations partielles et nos estimations (cf. dernière section).

### Analyse

Chargeurs SA affiche une nouvelle gouvernance, a un nouveau propriétaire et insiste sur le concept de croissance "qualitative" (lire "profitable") dans des activités de niche. Contrairement aux autres sociétés holdings de taille modeste, Chargeurs SA s'est toujours attaquée à des marchés mondiaux sur des logiques de niches amplifiées désormais par des acquisitions extrêmement ciblées. Si l'acquisition de Main Tape est peu significative en termes de chiffre d'affaires, elle traduit la nouvelle stratégie de Chargeurs privilégiant la croissance ... profitable. Il s'agit en effet de la première acquisition du groupe en 15 ans.

La direction de Chargeurs tient à souligner qu'elle opte désormais pour une croissance "à la Mittelstand". Elle préconise de fait une gestion décentralisée, la solidité du bilan, une discipline financière et privilégie la rentabilité au détriment de la taille. Elle n'envisage pas de croître ailleurs que dans les activités où excelle déjà Chargeurs, à savoir ses quatre divisions.

L'acquisition de Main Tape semble respecter ce cahier des charges puisqu'elle renforce le savoir-faire de Chargeurs Protective Film, augmente à près de 20% la part du chiffre d'affaires généré par le groupe aux États-Unis (bon point), accroît les capacités de production permettant des économies en matière de capex, élargit la gamme de produits offerte par les forces de vente. En outre, la direction de Main Tape paraît compétente. Si le prix de la transaction n'est pas communiqué, l'opération n'entraîne pas de dette additionnelle autre que le prix payé et devrait être relative au-delà de 18 mois environ.

La stratégie affichée repose sur des acquisitions "chirurgicales". Le groupe bénéficie d'un financement adapté grâce aux 57 M€ levés plus tôt en 2016. Les conditions du placement privé ayant été plutôt attrayantes, d'autres opérations pourraient suivre et confirmer le changement de statut d'un groupe privilégiant désormais la croissance par des acquisitions ciselées.

### Impact

Nous faisons l'hypothèse que Chargeurs, qui a été à l'initiative des discussions sur Main Tape, a trouvé un accord pour une transaction à un prix correspondant à un ratio EV/CA inférieur de 20% à 25% à son niveau actuel d'environ 1x. Cela impliquerait une opération financée par endettement d'environ 18m€, générant un résultat d'exploitation d'environ 2,4m€, conduisant à un résultat de 1,6m€ après

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

<b>Achat</b>	<b>Potentiel : 45,5 %</b>
Cours objectif à 6 mois	16,4 €
Cours	11,3 €
Capitalisation boursière M€	260
Momentum du cours	<b>FORT</b>
Extrême 12 mois	6,45 ▶ 11,3
Newsflow	Neutre
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA



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



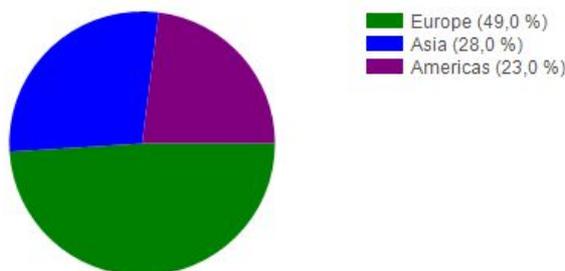
Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	8,25 %	13,0 %	30,7 %	58,6 %
Autres Financières	0,04 %	4,29 %	-2,79 %	-14,3 %
STOXX 600	0,32 %	3,54 %	-3,41 %	-16,9 %

Dernière maj : 09/05/2016	12/14A	12/15A	12/16E	12/17E
PER ajusté (x)	9,74	9,82	9,91	9,29
Rendement net (%)	3,75	4,40	3,19	3,81
VE/EBITDA(R) (x)	3,49	3,46	5,19	4,54
BPA ajusté (€)	0,55	0,69	1,14	1,22
Croissance des BPA (%)	48,2	26,9	64,1	6,68
Dividende net (€)	0,20	0,30	0,36	0,43
Chiffre d'affaires (M€)	478	499	507	528
Marge opérationnelle coura...	4,79	6,13	6,67	6,85
Résultat net pdg (M€)	11,4	15,3	26,2	27,9
ROE (après impôts) (%)	6,25	7,41	11,6	11,6
Taux d'endettement (%)	-3,04	-7,43	-13,1	-18,1

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

impôts. Ainsi, les coûts de financement de l'opération que nous estimons à 4%, et donc une charge d'intérêt de 0,7m€, seraient plus que couverts. En outre, Chargeurs estime que les synergies générées à partir des activités communes pourraient atteindre 2m€. Après impôts, ces synergies augmenteraient le résultat du groupe de 1,3m€. Au total, cette acquisition, qui sera effective dès juillet 2016, augmenterait le résultat du groupe de près de 2m€ d'ici 2018, soit d'environ 6%. Ces estimations de coin de table ne sont pas validées par le groupe. Elles seront intégrées dans nos estimations après leur mise à jour à l'issue de la publication des résultats du S1.

## Géographie du chiffre d'affaires



## Compte d'exploitation consolidé

		12/15A	12/16E	12/17E
Chiffre d'affaires	M€	499	507	528
Croissance du CA	%	4,33	1,58	4,22
Variation des coûts de personnel	%	8,79	5,90	3,95
EBITDA	M€	40,4	43,8	46,2
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>%</b>	<b>8,10</b>	<b>8,64</b>	<b>8,74</b>
Dotations aux amortissements	M€	-9,70	-10,0	-10,0
Résultat opérationnel courant	M€	30,6	33,8	36,2
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€</b>	<b>24,0</b>	<b>32,8</b>	<b>35,2</b>
Résultat financier net	M€	-5,30	-3,30	-3,10
dt serv. des engagts de retraites	M€	-0,30	-0,43	-0,47
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€			
Impôts sur les sociétés	M€	7,50	-3,63	-4,49
Mises en équivalence	M€	-10,7	0,50	0,50
Intérêts minoritaires	M€	-0,20	-0,20	-0,20
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€</b>	<b>15,3</b>	<b>26,2</b>	<b>27,9</b>
NOPAT	M€	10,9	24,4	26,2

## Tableau de financement

		12/15A	12/16E	12/17E
EBITDA	M€	40,4	43,8	46,2
Variation du BFR	M€	8,00	3,10	3,00
Dividendes reçus des SME	M€	0,30	0,50	0,50
Impôt payé	M€	-5,90	-3,63	-4,49
Eléments exceptionnels	M€	0,00	0,00	
Autres cash flow d'exploitation	M€	-11,0	-5,00	-5,00
Cash flow d'exploitation total	M€	31,8	38,8	40,2
Investissements matériels	M€	-12,9	-12,0	-13,0
Flux d'investissement net	M€	-12,9	-15,0	-16,0
Charges financières nettes	M€	-5,30	-3,30	-3,10
Dividendes (maison mère)	M€	-3,20	-6,20	-8,28
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	-5,50	-13,7	4,09
Variation de la trésorerie	M€	11,4	10,1	28,3
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€</b>	<b>13,6</b>	<b>23,5</b>	<b>24,1</b>

## Données par action

		12/15A	12/16E	12/17E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	23,0	23,0	23,0
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	23,0	23,0	23,0
<b>BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)</b>	<b>€</b>	<b>0,69</b>	<b>1,14</b>	<b>1,22</b>
Actif net réévalué par action	€			
<b>Dividende net par action</b>	<b>€</b>	<b>0,30</b>	<b>0,36</b>	<b>0,43</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	18,5 €	55 %	■ Akzo Nobel
Rendement	11,8 €	20 %	■ Solvay
DCF	13,6 €	10 %	■ Wendel
P/E	18,8 €	10 %	■ Bolloré
Cours/Actif net comptable	12,5 €	5 %	■ GBL
Objectif de cours	16,4 €	100 %	■ Sonae
			■ Hal Trust
			■ Eurazeo

Calcul NAV/SOTP

## Bilan

		12/15A	12/16E	12/17E
Survaleurs	M€	76,7	76,0	76,0
Total actif incorporel	M€	78,5	78,0	78,0
Immobilisations corporelles	M€	55,9	57,0	60,0
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	18,1	19,0	19,0
BFR	M€	16,1	13,0	10,0
Autres actifs courants	M€	24,9	30,0	30,0
Actif total (net des engagements CT)	M€	196	202	202
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€</b>	<b>219</b>	<b>233</b>	<b>246</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	3,10	5,00	5,00
Provisions pour retraite	M€	14,6	12,9	12,9
Autres prov. pour risques et charges	M€	0,70	1,00	1,00
Total des prov. pr risques et charges	M€	15,3	13,9	13,9
Charges d'IS	M€	-27,1	-23,0	-23,0
Autres charges	M€	8,80	11,0	11,0
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€</b>	<b>-23,3</b>	<b>-38,0</b>	<b>-51,3</b>
Passifs totaux	M€	196	202	202

## Capitaux employés

		12/15A	12/16E	12/17E
Capitaux investis	M€	173	171	167

## Ratios de profits & risques

		12/15A	12/16E	12/17E
<b>ROE (après impôts)</b>	<b>%</b>	<b>7,41</b>	<b>11,6</b>	<b>11,6</b>
Rendement des capitaux investis	%	6,33	14,3	15,7
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>%</b>	<b>-7,43</b>	<b>-13,1</b>	<b>-18,1</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-0,48	-0,78	-1,11
Couverture des frais financiers	x	6,12	11,8	13,7

## Ratios de valorisation

		12/15A	12/16E	12/17E
<b>PER ajusté</b>	<b>x</b>	<b>9,82</b>	<b>9,91</b>	<b>9,29</b>
Rendement du cash flow disponible	%	8,68	9,05	9,30
P/ANC	x	0,71	1,11	1,05
<b>Rendement du dividende</b>	<b>%</b>	<b>4,40</b>	<b>3,19</b>	<b>3,81</b>

## Valeur d'entreprise

		12/15A	12/16E	12/17E
Capitalisation boursière	M€	157	259	259
+ Provisions	M€	15,3	13,9	13,9
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	-23,3	-38,0	-51,3
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	4,00	4,00	0,01
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€	16,0	16,0	16,0
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	3,10	4,00	4,00
= Valeur d'entreprise	M€	140	227	210
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>3,46</b>	<b>5,19</b>	<b>4,54</b>
VE/CA	x	0,28	0,45	0,40

Analyste : Pierre-Yves Gauthier, Changements de prévisions : 09/05/2016.