



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

Exploitation solide et endettement zéro

Publication Res./CA - 11/03/2014

■ Actualité

Le résultat d'exploitation pour 2013 ressort à 17,8 m€ et dépasse non seulement nos attentes et le consensus, mais également les dernières prévisions de la direction (à 14m€ environ).

Le résultat net part du groupe est à nouveau positif à 3,6 m€ contre une perte de 15,2 m€ l'an dernier. Le groupe a réalisé une bonne performance, malgré un contexte de récession en Europe et un effet de change défavorable pour ses opérations sur les marchés émergents. Le chiffre d'affaires de 2013 passe de 523,8m€ à 466,5m€ (comptes pro forma), reflétant principalement une baisse des volumes de l'activité Laine combinée à des cessions d'actifs.

Plus particulièrement, la gestion serrée de la trésorerie qui a été l'une des caractéristiques de 2013 s'est poursuivie de façon rigoureuse, avec une position de trésorerie nette du groupe à 3,2 m€, alors que nous nous attendions à une dette nette de 13m€.

■ Analyse

Les performances de l'exercice 2013 constituent réellement une bonne surprise que l'on peut attribuer à une solide gestion opérationnelle et financière du groupe, au cours du S2. Les prévisions de Rex 2013 d'AlphaValue étaient considérées comme élevées, mais nous les avons maintenues comme indicateur de la confiance dans les opérations sous-jacentes. Pourtant, deux des principales activités de Chargeurs ont réalisé un résultat d'exploitation encore plus élevé.

Dans un contexte économique morose, Chargeurs Films de Protection, la branche principale du groupe, a réussi à accroître son chiffre d'affaires de 182 à 191m€ et son résultat d'exploitation de 9,5 à 10,8 m€ en pro forma. Cette société semble être parvenue à gagner des parts de marché en combinant innovation et offre constante de services aux industriels. Le potentiel de progression pour les années à venir se trouve dans les parts de marché à reconquérir dans le secteur automobile, mais la reprise de la construction européenne devrait également soutenir cette progression. Il semblerait que la décision de se concentrer sur les segments les plus exigeants du marché ait également permis d'éviter une concurrence dominée par les prix.

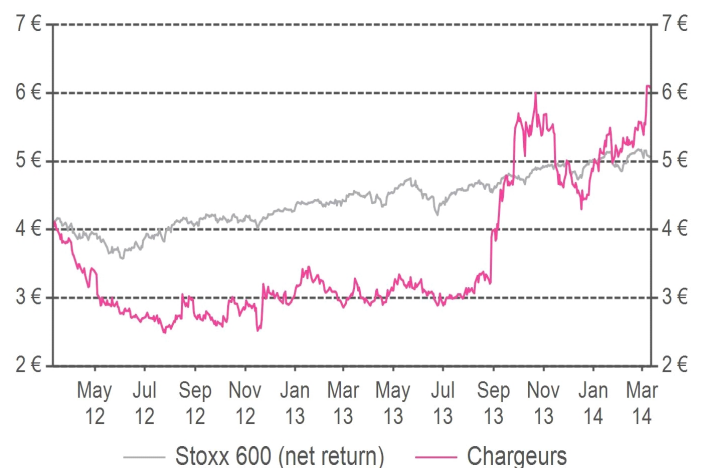
Chargeurs Interlining, la deuxième activité du groupe par ordre d'importance, nous surprend positivement avec un Rex presque stable (5,1 m€ en 2013 contre 5,3 m€ en pro forma, pour 2012), alors que le chiffre d'affaires perd environ 2,5 % à 173,7m€. C'est un exploit, dans une industrie textile très concurrentielle où la fourniture d'entoilage (partie non visible d'un vêtement) n'est pas une activité facile. La réduction des clients s'appuyant sur le bilan de Chargeurs pour survivre a eu d'énormes conséquences sur les postes clients et donc sur la rentabilité. En outre, le groupe a relativement bien résisté à l'accès de faiblesse des devises du Brésil et de l'Argentine où il exerce ses activités notamment en augmentant ses prix rapidement. Le groupe prévoit, d'autre part, de céder ou liquider certaines de ses activités. Les coûts correspondants évalués à 4,6 m€ ont été provisionnés, 2014 fait donc résolument table rase du passé.

La réduction de l'activité Laine à sa plus simple expression, à savoir une capacité de peignage de la laine brute, par le biais de filiales et peu gourmande en trésorerie, a été efficacement mise en œuvre. En effet, l'exposition à cette activité est peu exigeante tout en permettant de conserver le potentiel de hausse qui accompagne une augmentation (à terme ?) de la demande liée au nouveau statut de produit de luxe attribué à la laine.

Les efforts de la direction de Chargeurs pour sortir le groupe de sa situation d'endettement ont atteint leur point d'orgue fin 2013, avec une

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

Achat	Potentiel : 69,8 %
Cours objectif à 6 mois	10,3 €
Cours	6,08 €
Capitalisation boursière M€	81,9
Momentum du cours	FORT
Extrême 12 mois	2,89 ▶ 6,10
Newsflow	Neutre
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA

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

Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	9,35 %	15,2 %	31,3 %	98,7 %
Autres Financières	0,26 %	3,26 %	6,36 %	23,4 %
STOXX 600	-1,68 %	1,97 %	5,81 %	12,3 %

Dernière maj : 02/09/2013	12/11A	12/12A	12/13E	12/14E
PER ajusté (x)	9,91	-8,53	12,9	11,7
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	3,29
VE/EBITDA(R) (x)	5,94	6,18	4,10	5,01
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

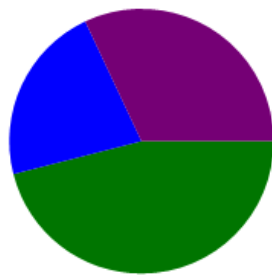
[Valorisation](#) - [Comptes](#)

situation de trésorerie nette satisfaisante là où l'année débutait avec une dette nette de 33 m€. Ce succès constitue une surprise et s'apparente à un tour de force réalisé grâce un contrôle satisfaisant du BFR combiné à une surveillance systématique des « pièges à cash » identifiés au niveau de l'exploitation. Inutile de préciser que Chargeurs est désormais libéré des contraintes imposées par ses banquiers il y a cinq ans et peut donc à nouveau songer à entreprendre.

■ Impact

Les perspectives sont plus engageantes que prévu puisque le groupe démarre l'exercice 2014 sur une base financière extrêmement saine et sur des positions de marché plutôt solides dans ses trois divisions principales. La discipline de prix que le groupe s'est imposée au cours des exercices précédents semble avoir porté ses fruits, puisque la demande sous-jacente progresse légèrement par rapport à une base faible. Pour l'activité d'Entoilage en particulier, la progression de la marge d'exploitation pourrait être plus importante que prévu sur les prochains exercices. Le désendettement du groupe va également avoir des retombées positives sur la valorisation de Chargeurs. AlphaValue prévoit d'augmenter à la fois ses perspectives de bénéfices à court terme et d'objectif de cours, ces deux éléments étant en cours de révision.

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	6,75 €	20 %	● Solvay
DCF	6,34 €	10 %	● Wendel
P/E	7,25 €	10 %	● Bolloré
Cours/Actif net comptable	8,96 €	5 %	● GBL
Objectif de cours	10,3 €	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

	12/12A	12/13E	12/14E
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

	12/12A	12/13E	12/14E
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. surval. 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

	12/12A	12/13E	12/14E
Capitaux investis	M€ 237	226	229

Ratios de profits & risques

	12/12A	12/13E	12/14E
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 0,70	2,11	3,06

Ratios de valorisation

	12/12A	12/13E	12/14E
PER ajusté	x -8,53	12,9	11,7
Rendement du cash flow disponible	% 30,2	20,0	3,36
P/ANC	x 0,38	0,45	0,70
Rendement du dividende	% 0,00	0,00	3,29

Valeur d'entreprise

	12/12A	12/13E	12/14E
Capitalisation boursière	M€ 67,8	80,5	131
+ 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	139	185
VE/EBITDA(R)	x 6,18	4,10	5,01
VE/CA	x 0,28	0,30	0,38

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