

Réaffirmation des droits de vote

Governance related - 04/09/2015

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

Actualité

Les détenteurs d'obligations convertibles Chargeurs, dont l'échéance est à fin 2015, ont opté pour une conversion anticipée. Cet événement était largement prévisible, puisque les conditions de remboursement n'étaient pas attrayantes au regard de la performance exceptionnelle enregistrée par le cours des actions Chargeurs. La date de conversion a été essentiellement déterminée par la période de négociation ouverte aux actionnaires initiés, qui se trouvent également être les premiers porteurs d'obligations.

Analyse

L'exercice de cette option de conversion modifie considérablement l'équilibre formel du contrôle de Chargeurs, mais pas son équilibre implicite. En effet, Chargeurs SA n'a jamais fait mystère de ce que les détenteurs de la majeure partie des obligations convertibles non encore converties étaient M. Malone, antérieurement PDG, aujourd'hui Président et M. Seydoux actionnaire d'influence historique, notamment par le biais de ses holdings patrimoniales. Ayant toujours été en mesure de demander une conversion anticipée, ils ont toujours eu le pouvoir d'influencer le Conseil et la direction.

M Malone et M. Seydoux, ont travaillé en étroite collaboration et ont décidé d'exercer leurs droits de vote en tant que concert. Après la conversion, ce concert leur confère le contrôle effectif de 29,62 % des droits de vote et de 27,76 % des actions. La différence entre le nombre de droits de vote et le nombre d'actions détenues est due au double droit de vote attaché aux actions détenues de longue date, une pratique commune dans la gouvernance d'entreprise à la française. La question qui se pose dorénavant, est celle de savoir si ces messieurs pourraient mettre fin à cette action de concert. Il va de soi que Chargeurs SA. n'a pas de dire sur ce sujet. Aucune communication publique n'a été faite quant à une éventuelle évolution de ce concert.

Impact

Cette nouvelle répartition du contrôle est la face "officielle" d'un contrôle exercé par des actionnaires de longue date parfaitement identifiés. Toute spéculation sur la question du contrôle doit être mise de côté tant que les participants à ce contrôle n'ont pas choisi de communiquer sur un plan alternatif. Il est surtout symbolique que cette coûteuse émission d'obligations convertibles qui a aidé Chargeurs à restructurer son financement en des temps difficiles appartienne au passé. La croissance, prudente car auto-financée est l'ordre du jour.

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

Achat	Potentiel : 64,7 %
Cours objectif à 6 mois	13,2 €
Cours	8,04 €
Capitalisation boursière M€	185
Momentum du cours	FORT
Extrême 12 mois	4,07 ▶ 8,10
Newsflow	Neutre
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA



[Téléchargez l'analyse complète](#)

[Page valeur](#)

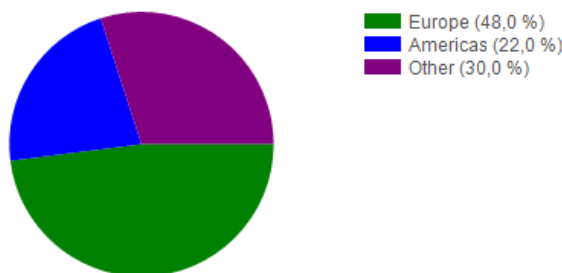


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	5,10 %	6,49 %	16,0 %	46,8 %
Autres Financières	-2,10 %	-8,85 %	-6,04 %	11,1 %
STOXX 600	-2,20 %	-10,6 %	-8,79 %	2,08 %

Dernière maj : 02/09/2015	12/13A	12/14A	12/15E	12/16E
PER ajusté (x)	10,1	9,90	12,3	9,17
Rendement net (%)	0,00	3,75	3,11	3,73
VE/EBITDA(R) (x)	2,69	3,51	4,71	3,96
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](#)

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	12,3	9,17
Rendement du cash flow disponible	%	10,9	5,89	10,5
P/ANC	x	0,63	0,82	0,77
Rendement du dividende	%	3,75	3,11	3,73

Valeur d'entreprise

		12/14A	12/15E	12/16E
Capitalisation boursière	M€	123	185	185
+ 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	174	162
VE/EBITDA(R)	x	3,51	4,71	3,96
VE/CA	x	0,23	0,35	0,31

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