



Chargeurs

Sociétés holdings / France



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

Publication Res./CA

09/09/2016

■ Actualité

Avec un résultat net en hausse de 64%, une progression de l'EBITDA de 22% et un recul du chiffre d'affaires de 1,2% (lié aux effets de change et de périmètre), les résultats publiés par Chargeurs SA pour le S1 2016 confirment la bonne forme du groupe. La génération de trésorerie restant très soutenue, le bilan de Chargeurs SA est solide, marqué par une situation de trésorerie nette positive de 16m€ et des capitaux propres qui ont atteint 214m€. La direction a donc décidé le versement d'un acompte sur dividende d'un montant de 0,2€ le 21 septembre prochain (date de détachement du coupon fixée au 19 septembre). Il s'agit d'une première pour Chargeurs dont la direction privilégie désormais clairement les intérêts de ses actionnaires.

■ Analyse

L'ensemble des différentes activités de Chargeurs ont été bien orientées au S1 2016.

La contribution de Chargeurs Protective Films a de nouveau été significative. Représentant près de la moitié du chiffre d'affaires de l'ensemble du groupe, les ventes de la division, malgré des effets de change défavorables, ont progressé de 6% pcc, confirmant les gains de parts de marché découlant d'une gamme de produits renouvelée. La marge d'EBITDA a atteint le niveau sans précédent de 13,7% (en hausse 180 pb sur un an), les usines tournant à pleine capacité (ou pratiquement). Ces performances devraient se poursuivre, soutenues par les effets de l'acquisition de Main Tape en juillet 2016 aux États-Unis : si l'opération n'est pas importante en termes absolus, elle s'avère stratégique tant elle permet de différer les investissements.

La bonne nouvelle concerne Chargeurs Fashion Technologies. Les performances de la division sont conformes à la modernité de sa nouvelle dénomination. La progression des ventes aux grandes marques internationales, y compris dans le luxe, comme les effets saisonniers favorables ont entraîné une flambée de la marge d'EBITDA de la division à 9,4% contre 6,5% il y a un an. Si la direction affirme clairement que les ventes saisonnières enregistrées en avance au S1 ne se feront pas au S2, la dynamique des ventes de Chargeurs Fashion Technologies a évolué, n'étant plus guidée par une demande contrainte et atone mais par l'appétit pour des produits high tech. Cela devrait durer.

Après une bonne entame de 2015, les ventes de la plus petite division Technical Substrates ont à peine ralenti ensuite, avec une croissance du chiffre d'affaires de 18% conduisant à une amélioration de la marge d'EBITDA. Il s'agit là encore d'une bonne nouvelle.

Enfin, semblant toujours décalée par rapport aux autres divisions puisqu'elle est gérée sur des logiques de retour sur capital, Chargeurs Wool voit également son résultat d'exploitation progresser de 20% malgré un recul de ses ventes en volume. Encore une bonne nouvelle

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

| | |
|-----------------------------|---------------------------|
| Achat | Potentiel : 52,3 % |
| Cours objectif à 6 mois | 19,0 € |
| Cours | 12,5 € |
| Capitalisation boursière M€ | 288 |
| Momentum du cours | FORT |
| Extrême 12 mois | 7,16 ▶ 12,7 |
| Newsflow | Neutre |
| Bloomberg | CRI FP Equity |
| Reuters | CRIP.PA |



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



| Performance | 1s | 1m | 3m | 12m |
|--------------------|---------|---------|--------|---------|
| Chargeurs | 8,60 % | 4,87 % | 28,9 % | 64,4 % |
| Autres Financières | -2,36 % | -2,42 % | 6,23 % | -1,95 % |
| STOXX 600 | -3,07 % | -2,13 % | 3,65 % | -4,78 % |

| Dernière maj : 14/09/2016 | 12/14A | 12/15A | 12/16E | 12/17E |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| PER ajusté (x) | 9,74 | 9,82 | 10,6 | 9,05 |
| Rendement net (%) | 3,75 | 4,40 | 2,88 | 3,44 |
| VE/EBITDA(R) (x) | 3,49 | 3,46 | 5,52 | 4,45 |
| BPA ajusté (€) | 0,55 | 0,69 | 1,18 | 1,38 |
| Croissance des BPA (%) | 48,2 | 26,9 | 69,4 | 17,4 |
| Dividende net (€) | 0,20 | 0,30 | 0,36 | 0,43 |
| Chiffre d'affaires (M€) | 478 | 499 | 498 | 530 |
| Marge opérationnelle coura... | 4,79 | 6,13 | 7,41 | 8,08 |
| Résultat net pdg (M€) | 11,4 | 15,3 | 27,0 | 31,7 |
| ROE (après impôts) (%) | 6,25 | 7,41 | 11,9 | 13,1 |
| Taux d'endettement (%) | -3,04 | -7,43 | -12,9 | -18,8 |

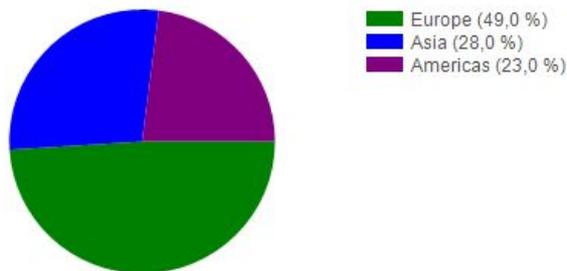
[Valorisation](#) - [Comptes](#)

■ Impact

Nous sommes impressionnés par la vitesse à laquelle la nouvelle direction a transformé Chargeurs qui pêchait par excès de prudence en un groupe tourné vers une croissance ambitieuse, organisé pour s'assurer la domination de niches avec une logique mondiale. Pour rappel, si la taille de Chargeurs est minuscule, son activité est mondiale de par son histoire complexe.

De fait, nous avons révisé à la hausse d'environ 4% et 14% nos attentes de BPA pour respectivement 2016 et 2017 et notre objectif de cours de 15%. Ce dernier est sous-estimé. En effet, notre valorisation par la somme des parties est très conservatrice et nous n'avons pas ajusté en hausse les actifs d'impôts. À moins d'une profonde récession, Chargeurs présente désormais un faible risque.

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

| | 12/15A | 12/16E | 12/17E |
|---|----------------|-------------|-------------|
| Chiffre d'affaires | M€ 499 | 498 | 530 |
| Croissance du CA | % 4,33 | -0,17 | 6,48 |
| Variation des coûts de personnel | % 8,79 | 6,10 | 4,14 |
| EBITDA | M€ 40,4 | 46,9 | 52,9 |
| Marge d'EBITDA(R) | % 8,10 | 9,41 | 9,96 |
| Dotations aux amortissements | M€ -9,70 | -10,0 | -10,0 |
| Résultat opérationnel courant | M€ 30,6 | 36,9 | 42,9 |
| Résultat d'exploitation (EBIT) | M€ 24,0 | 33,9 | 41,9 |
| Résultat financier net | M€ -5,30 | -0,60 | -4,10 |
| dt serv. des engagts de retraites | M€ -0,30 | -0,12 | -0,24 |
| Eléments except. et autres (avt impôts) | M€ | | |
| Impôts sur les sociétés | M€ 7,50 | -4,89 | -6,36 |
| Mises en équivalence | M€ -10,7 | -1,20 | 0,50 |
| Intérêts minoritaires | M€ -0,20 | -0,20 | -0,20 |
| Résultat net ajusté, pdg | M€ 15,3 | 27,0 | 31,7 |
| NOPAT | M€ 10,9 | 24,7 | 30,7 |

Tableau de financement

| | 12/15A | 12/16E | 12/17E |
|---|----------------|-------------|-------------|
| EBITDA | M€ 40,4 | 46,9 | 52,9 |
| Variation du BFR | M€ 8,00 | -1,90 | 6,00 |
| Dividendes reçus des SME | M€ 0,30 | 0,50 | 0,50 |
| Impôt payé | M€ -5,90 | -4,89 | -6,36 |
| 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 | 35,6 | 48,0 |
| 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 | -0,60 | -4,10 |
| 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 | -11,3 | 2,86 |
| Variation de la trésorerie | M€ 11,4 | 9,32 | 34,9 |
| Cash flow disponible (avant div) | M€ 13,6 | 23,0 | 30,9 |

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 |
| BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.) | € 0,69 | 1,18 | 1,38 |
| Actif net réévalué par action | € | | |
| Dividende net par action | € 0,30 | 0,36 | 0,43 |

Valorisation

| Méthodes | Valeur | Poids | Principaux comparables |
|---------------------------|--------|-------|------------------------|
| Somme des parties | 22,5 € | 55 % | Akzo Nobel |
| Rendement | 11,9 € | 20 % | Solvay |
| DCF | 14,8 € | 10 % | Wendel |
| P/E | 21,5 € | 10 % | Bolloré |
| Cours/Actif net comptable | 12,8 € | 5 % | GBL |
| Objectif de cours | 19,0 € | 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 | 18,0 | 12,0 |
| Autres actifs courants | M€ 24,9 | 30,0 | 30,0 |
| Actif total (net des engagements CT) | M€ 196 | 207 | 204 |
| Capitaux propres part du groupe | M€ 219 | 234 | 251 |
| Quasi-fonds propres et actions de préf. | M€ | | |
| Intérêts minoritaires | M€ 3,10 | 5,00 | 5,00 |
| Provisions pour retraite | M€ 14,6 | 16,2 | 16,1 |
| Autres prov. pour risques et charges | M€ 0,70 | 1,00 | 1,00 |
| Total des prov. pr risques et charges | M€ 15,3 | 17,2 | 17,1 |
| Charges d'IS | M€ -27,1 | -23,0 | -23,0 |
| Autres charges | M€ 8,80 | 11,0 | 11,0 |
| Endettement net / (trésorerie) | M€ -23,3 | -37,2 | -57,1 |
| Passifs totaux | M€ 196 | 207 | 204 |

Capitaux employés

| | 12/15A | 12/16E | 12/17E |
|-------------------|--------|--------|--------|
| Capitaux investis | M€ 173 | 176 | 169 |

Ratios de profits & risques

| | 12/15A | 12/16E | 12/17E |
|---------------------------------|----------------|--------------|--------------|
| ROE (après impôts) | % 7,41 | 11,9 | 13,1 |
| Rendement des capitaux investis | % 6,33 | 14,0 | 18,1 |
| Ratio d'endettement | % -7,43 | -12,9 | -18,8 |
| Dette nette ajustée/EBITDA(R) | x -0,48 | -0,71 | -1,08 |
| Couverture des frais financiers | x 6,12 | 76,0 | 11,1 |

Ratios de valorisation

| | 12/15A | 12/16E | 12/17E |
|-----------------------------------|---------------|-------------|-------------|
| PER ajusté | x 9,82 | 10,6 | 9,05 |
| Rendement du cash flow disponible | % 8,68 | 8,02 | 10,8 |
| P/ANC | x 0,71 | 1,23 | 1,14 |
| Rendement du dividende | % 4,40 | 2,88 | 3,44 |

Valeur d'entreprise

| | 12/15A | 12/16E | 12/17E |
|--|---------------|-------------|-------------|
| Capitalisation boursière | M€ 157 | 287 | 287 |
| + Provisions | M€ 15,3 | 17,2 | 17,1 |
| + Pertes/(gains) actuar. non reconnus | M€ 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| + Dette nette fin d'année | M€ -23,3 | -37,2 | -57,1 |
| + 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 | 259 | 235 |
| VE/EBITDA(R) | x 3,46 | 5,52 | 4,45 |
| VE/CA | x 0,28 | 0,52 | 0,44 |

Analyste : Pierre-Yves Gauthier, Changements de prévisions : 14/09/2016.