



# Chargeurs

Sociétés holdings / France



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

## Excellents H1 et priorité donnée à la croissance

Nouvelle importante - 10/09/2017

### Actualité

Chargeurs a publié de solides résultats pour le S1 2017, soutenus comme attendu par son activité Chargeurs Protective Films. Le société a lancé un programme de développement encore plus ambitieux visant à doubler son CA pour le porter à 1md€ d'ici 2022 en tenant compte des prochaines opérations de croissance externe.

Les dépenses permettant de jeter les bases d'une croissance à la fois plus rapide et sur des fondations solides pourraient peser sur les résultats du S2 2017.

Très confiant dans ses performances futures en matière de génération de FCF, Chargeurs a décidé de verser un acompte sur dividende d'un montant de 0,25€, en hausse de 25%.

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

<b>Alléger</b>	<b>Potentiel: 4,86 %</b>
Cours objectif à 6 mois	25,2 €
Cours	24,0 €
Cap. boursière M€	554
Momentum du cours	<b>BON</b>
Extrême 12 mois	11,7 ▶ 26,7
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA



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



Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-3,50 %	-3,65 %	-3,11 %	106 %
Autres Financières	-0,41 %	-0,81 %	-1,15 %	20,9 %
STOXX 600	-0,17 %	-1,14 %	-3,51 %	7,50 %

Dernière maj : 24/04/2017	12/15A	12/16A	12/17E	12/18E
PER ajusté (x)	9,61	9,81	15,6	15,1
Rendement net (%)	4,50	5,15	2,91	3,33
VE/EBITDA(R) (x)	3,37	5,18	9,72	9,24
BPA ajusté (€)	0,69	1,09	1,54	1,59
Croissance des BPA (%)	26,9	56,8	41,3	3,18
Dividende net (€)	0,30	0,55	0,70	0,80
Chiffre d'affaires (M€)	499	506	552	572
Marge opérationnelle coura...	6,13	8,06	8,34	8,35
Résultat net pdg (M€)	15,3	25,0	35,3	36,4
ROE (après impôts) (%)	7,41	11,2	14,8	14,1
Taux d'endettement (%)	-7,43	-5,43	-2,46	-5,31

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

(€m)	H1 2017	H1 2016	Change	
Revenue	281.8	253.5	+28.3	+11.2%
Like-for-like change (%)				+5.4%
EBITDA	29.1	25.3	+3.8	+15.0%
as a % of revenue	10.3%	10.0%		
Recurring operating profit	23.5	20.3	+3.2	+15.8%
as a % of revenue	8.3%	8.0%		
Attributable net profit	13.9	13.1	+0.8	+6.1%

### Analyse

Protective Films détermine en grande partie l'évolution du cash flow. A 5,8%, la croissance LFL du CA est d'autant plus impressionnante que la croissance mondiale n'est qu'à peine supérieure à 3%. La croissance en termes réels a atteint 11% au S1, en partie grâce à l'acquisition de Main Tape aux États-Unis. La performance la plus impressionnante a toutefois concerné la marge récurrente d'EBIT, à 12,7%. A 11,2%, le niveau de cette dernière sur l'ensemble de 2016 a été jugé mérité au regard des efforts continus de la division en termes de productivité. Implicitement, un tel niveau n'apparaissait pas tenable dans une conjoncture moins porteuse. Pourtant les résultats du S1 pointent vers le contraire. A court terme les dépenses permettant de jeter les bases d'une accélération de la croissance pourraient peser sur ceux du S2.

Longtemps considérée comme accessoire, la division Fashion Technologies affiche également de très bonnes performances. La légère dégradation de la marge au S1 s'explique par les effets calendaires et, là encore, par les opex visant à accélérer la croissance. La direction a fait savoir que le groupe regagnait des parts de marché dans la mode éphémère.

Comme indiqué précédemment, les résultats de Technical Substrates ont largement bénéficié des efforts marqués en termes de capex réalisés il y a 18 mois. En effet, l'arrivée en force de la ligne de production sur les textiles de grande taille est largement à l'origine de la forte progression de l'activité (7,8%).

Mobilisant très peu de fonds propres et étant dorénavant configuré pour assurer au moins un équilibre financier quelles que soient les circonstances, Luxury Materials a publié de bons résultats. Ses performances pourraient toutefois se dégrader au cours des deux prochaines années. En effet, le groupe a confirmé avoir mis en place un modèle économique qui lui permettrait d'améliorer ses marges sans augmenter son exposition aux risques associés au trading . Chargeurs se propose en effet d'apporter une garantie aux utilisateurs finaux que les laines haut de gamme sélectionnées ne se perdent pas dans la chaîne de valeur. Si les coûts unitaires devaient augmenter (augmentations des effectifs, des systèmes informatiques dans un processus de suivi allant "du moutons au magasin"), les marges brutes devraient s'en trouver significativement améliorées.

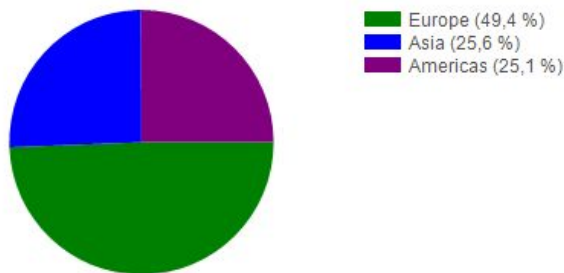
La direction s'estime désormais armée pour accélérer la croissance du groupe, grâce des procédés de fabrication bien rodés, des moyens de financement importants, un bilan très solide et une stratégie donnant la priorité au développement de ses niches à l'échelle mondiale, . Même si cela ressemble à un oxymore, preuve a été faite qu'un métier aussi anodin que l'interlining (entoilage) pour habillement peut être transformée en vecteur de croissance proposant des composants de haute technologie au secteur de la mode éphémère.

Parmi les autres postes du compte de résultat, on notera une augmentation des charges d'intérêt, le prix à payer pour accumuler les munitions avant de se lancer dans de nouvelles acquisitions, et une baisse du taux d'imposition apparent, le groupe faisant bon usage de ses reports fiscaux déficitaires. Rappelons qu'il est assez difficile de prévoir ces dernières mais que leur emploi est d'autant plus certain que la base fiscale progresse.

## ■ Impact

Les livraisons du S1 nous ont incités à abaisser nos prévisions pour 2017 en matière de croissance du CA de Fashion Tech et de Technical Substrate. Nous sommes également un peu plus prudents sur les marges d'EBIT de ces deux dernières divisions, le groupe ayant clairement annoncé son intention d'augmenter ses dépenses préparatoires à une accélération de la croissance. La division Protective Film est moins concernée pour l'exercice en cours. Les choses pourraient changer en 2018 et en 2019, la très forte offensive pour augmenter la croissance pouvant bénéficier d'abord au CA, si ce n'est aux marges. Finalement, notre prévision de BPA est abaissée pour 2017, ajustée marginalement pour 2018, et révisée à la hausse pour 2019. La valorisation est soutenue par une amélioration du DCF après la révision en hausse des objectifs.

## Géographie du chiffre d'affaires



## Compte d'exploitation consolidé

		12/16A	12/17E	12/18E
Chiffre d'affaires	M€	506	552	572
Croissance du CA	%	1,48	8,97	3,57
Variation des coûts de personnel	%	1,43	2,88	3,57
EBITDA	M€	48,8	56,0	58,2
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>%</b>	<b>9,64</b>	<b>10,2</b>	<b>10,2</b>
Dotations aux amortissements	M€	-9,90	-10,0	-10,5
Résultat opérationnel courant	M€	38,9	46,0	47,7
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€</b>	<b>33,9</b>	<b>45,0</b>	<b>46,7</b>
Résultat financier net	M€	-2,00	-3,50	-3,50
dt serv. des engagts de retraites	M€	-0,40	-0,08	-0,10
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€			
Impôts sur les sociétés	M€	-4,90	-6,70	-7,26
Mises en équivalence	M€	-2,00	0,50	0,50
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€</b>	<b>25,0</b>	<b>35,3</b>	<b>36,4</b>
NOPAT	M€	24,9	32,8	34,0

## Tableau de financement

		12/16A	12/17E	12/18E
EBITDA	M€	48,8	56,0	58,2
Variation du BFR	M€	0,80	-0,30	0,00
Dividendes reçus des SME	M€	0,30	0,50	0,50
Impôt payé	M€	-8,00	-6,70	-7,26
Eléments exceptionnels	M€	0,00		
Autres cash flow d'exploitation	M€	-8,00	-5,00	-5,00
Cash flow d'exploitation total	M€	33,9	44,5	46,4
Investissements matériels	M€	-10,8	-13,0	-14,0
Flux d'investissement net	M€	-31,4	-16,0	-17,0
Charges financières nettes	M€	-2,00	-3,50	-3,50
Dividendes (maison mère)	M€	-11,5	-12,7	-16,1
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€	59,9	-27,1	-30,5
Variation de la trésorerie	M€	56,4	1,46	-1,05
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€</b>	<b>21,1</b>	<b>28,0</b>	<b>28,9</b>

## Données par action

		12/16A	12/17E	12/18E
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>1,09</b>	<b>1,54</b>	<b>1,59</b>
Actif net réévalué par action	€			
<b>Dividende net par action</b>	<b>€</b>	<b>0,55</b>	<b>0,70</b>	<b>0,80</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	25,8 €	55 %	Akzo Nobel
Rendement	23,9 €	20 %	Solvay
DCF	23,9 €	10 %	Wendel
P/E	30,5 €	10 %	Bolloré
Cours/Actif net comptable	15,2 €	5 %	GBL
Objectif de cours	25,2 €	100 %	Sonae
			Hal Trust
			Eurazeo

[Calcul NAV/SOTP](#)

## Bilan

		12/16A	12/17E	12/18E
Survaleurs	M€	90,1	92,0	95,0
Total actif incorporel	M€	92,1	94,0	97,0
Immobilisations corporelles	M€	61,8	66,0	72,0
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	14,9	16,0	18,0
BFR	M€	21,7	22,0	22,0
Autres actifs courants	M€	23,8	27,0	29,0
Actif total (net des engagements CT)	M€	217	229	243
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€</b>	<b>227</b>	<b>249</b>	<b>270</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	M€	16,7	15,0	15,0
Autres prov. pour risques et charges	M€	0,50	1,00	1,00
Total des prov. pr risques et charges	M€	17,2	16,0	16,0
Charges d'IS	M€	-29,0	-30,0	-30,0
Autres charges	M€	3,10	5,00	5,00
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€</b>	<b>-1,40</b>	<b>-10,9</b>	<b>-17,8</b>
Passifs totaux	M€	217	229	243

## Capitaux employés

		12/16A	12/17E	12/18E
Capitaux investis	M€	195	198	209

## Ratios de profits & risques

		12/16A	12/17E	12/18E
<b>ROE (après impôts)</b>	<b>%</b>	<b>11,2</b>	<b>14,8</b>	<b>14,1</b>
Rendement des capitaux investis	%	12,8	16,6	16,3
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>%</b>	<b>-5,43</b>	<b>-2,46</b>	<b>-5,31</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	0,05	-0,19	-0,31
Couverture des frais financiers	x	24,3	13,5	14,0

## Ratios de valorisation

		12/16A	12/17E	12/18E
<b>PER ajusté</b>	<b>x</b>	<b>9,81</b>	<b>15,6</b>	<b>15,1</b>
Rendement du cash flow disponible	%	8,60	5,08	5,25
P/ANC	x	1,08	2,22	2,04
<b>Rendement du dividende</b>	<b>%</b>	<b>5,15</b>	<b>2,91</b>	<b>3,33</b>

## Valeur d'entreprise

		12/16A	12/17E	12/18E
Capitalisation boursière	M€	245	551	551
+ Provisions	M€	17,2	16,0	16,0
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	-1,40	-10,9	-17,8
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	4,00	0,01	0,01
- 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€	253	545	538
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>5,18</b>	<b>9,72</b>	<b>9,24</b>
VE/CA	x	0,50	0,99	0,94