



Chargeurs^{CR}

Sociétés holdings / France

48 bd des Batignolles, 75017 Paris - France

Tel +33 (0) 1 70 61 10 50

Email sales@alphavalue.eu

Web WWW.ALPHAVALUE.COM

Bye bye dette bancaire

Publication Res./CA - 01/09/2013

■ Actualité

À 3,2 m€, le résultat net du S1 2013 de Chargeurs a plus que doublé par rapport à une base de comparaison de 2012 extrêmement faible (1,2 m€), il faut bien l'avouer. La bonne nouvelle est que son résultat d'exploitation est en hausse, à 9 m€ (contre 8,1 m€), or il a été réalisé dans un contexte de récession frappant des industries déjà très concurrentielle (le textile et les produits chimiques principalement). La décision de la direction, prise à la mi-2012, de réduire, à un rythme soutenu, le recours du groupe au financement bancaire, a été accompagnée d'une nouvelle réduction drastique de l'endettement net, qui est passé de 32,8 m€ environ, en décembre 2012, à 16,7 m€. C'est un résultat remarquable qui devrait permettre à Chargeurs de se sentir libre de reprendre ses projets d'investissement.

■ Analyse

Le solide résultat d'exploitation du groupe, qui ressort à 9 m€, reflète l'essor continu de la division Films de protection, leader mondial dans son secteur et les difficultés persistantes de Chargeurs Interlining. Le chiffre d'affaires consolidé en baisse de 43,1 m€, ressort à 240 m€. Cette baisse est essentiellement attribuable à Chargeurs Wool qui a réduit son périmètre de consolidation au cours du S2 2012 et subi une nouvelle baisse importante de ses volumes. Avec le recul, la réduction de voilure de la laine aux composantes de la chaîne de valeur à moindre intensité capitalistique a été une décision judicieuse et essentielle à la protection du bilan du groupe.

En ce qui concerne Chargeurs Interlining, l'érosion des ventes reflète non seulement des marchés difficiles, mais également la décision d'éliminer de la base de clientèle, les clients les plus faibles effectivement dépendants du crédit fournisseur. Le coût en est acceptable en termes de marge d'exploitation (qui passe à 3,6 % contre 3,7 %), mais la décision présente surtout l'avantage à encore de défendre le bilan du groupe. La visibilité demeure relativement faible en raison d'un carnet de commandes très court. Il semblerait pourtant que le S2 démarre sur de meilleures auspices.

Dans le contexte actuel de récession, la division Films de protection constitue l'élément central du groupe. Même si celle-ci est essentiellement tournée vers l'Europe, elle a réussi à augmenter ses ventes de 4,6 %, notamment en... Italie (parts de marché gagnées grâce à des produits innovants) et à faire progresser ses marges d'exploitation (5,0 % contre 4,6 %). Cette division affiche de grandes ambitions et prévoit d'investir davantage en R&D.

L'importante baisse des volumes de l'activité Laine a eu des répercussions relativement bien maîtrisées sur son résultat net, en baisse de 1,4 m€ à 3,1 m€.

En plus d'un résultat relativement satisfaisant dans un contexte peu favorable, la gestion du bilan a été impressionnante avec une nouvelle réduction importante de la dette nette, qui est passée de 81 m€ en décembre 2011, à 33 m€ en décembre 2012, puis à 17 m€. La bonne gestion du fonds de roulement et des cessions d'actifs ont permis au groupe de s'affranchir plus rapidement de conditions de financement onéreuses et contraignantes. Ce qui est tout à fait bienvenu. 5 m€ supplémentaires d'actifs destinés à la vente vont permettre à Chargeurs de réduire encore son endettement net d'ici la clôture de l'exercice.

■ Impact

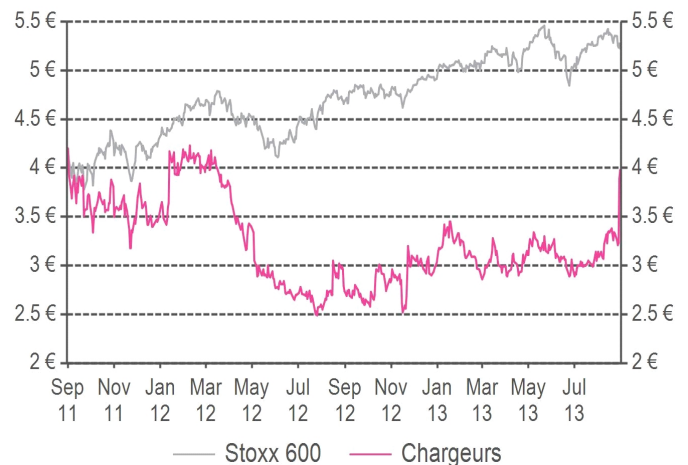
La direction maintient ses estimations prudentes pour 2013, à savoir, au moins un doublement du résultat d'exploitation, à 14 m€. Alphavalue adopte la même position, car ce qui est gagné sur les Films de protection a tendance à être perdu dans Interlining. Toutefois, en ce qui nous

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

Achat

Potentiel : 132 %

Cours objectif à 6 mois	9,23 €
Cours	3,98 €
Capitalisation boursière M€	53,8
Momentum du cours	FORT
Extrême 12 mois	2,52 ▶ 3,98
Newsflow	Neutre
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA

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

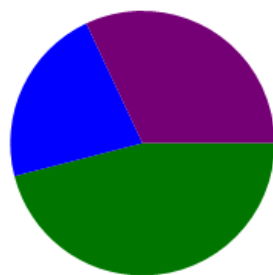
Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	19,5 %	28,8 %	25,6 %	42,7 %
Autres Financières	-2,69 %	-0,87 %	0,25 %	35,2 %
STOXX 600	-2,43 %	-0,75 %	-2,05 %	12,2 %

Dernière maj : 19/04/2013	12/11A	12/12A	12/13E	12/14E
PER ajusté (x)	10,1	-7,92	13,2	8,15
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	5,03
VE/EBITDA(R) (x)	6,00	6,19	4,78	4,25
BPA ajusté (€)	0,47	-0,40	0,30	0,49
Croissance des BPA (%)	-35,2			61,5
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,20
Chiffre d'affaires (M€)	552	525	467	483
Marge opérationnelle (%)	4,29	1,33	3,75	4,22
Résultat net publié, pdg (M€)	10,5	-15,1	6,50	10,5
ROE (après impôts) (%)	5,31	-6,86	3,61	5,68
Taux d'endettement (%)	35,9	30,9	17,9	15,5

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

concerne, maintenir notre position consiste à cibler objectif de 17,5 m€. L'impression dominante est que Chargeurs a franchi un cap en se débarrassant du joug de sa dette bancaire en dépit d'un exercice difficile pour les activités. Cela confirme que les actifs sous-jacents sont robustes et qu'ils n'ont besoin que d'un petit coup de pouce pour afficher des résultats décents et assurer la croissance future des bénéfices. Ce serait en effet une inflexion sérieuse.

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	3,21 €	20 %	● Solvay
DCF	5,90 €	10 %	● Wendel
P/E	4,61 €	10 %	● Bolloré
Cours/Actif net comptable	7,34 €	5 %	● Groupe Bruxelles L...
Objectif de cours	9,23 €	100 %	● Sonae
			● Hal Trust
			● Eurazeo

[Calcul NAV/SOTP](#)

Compte d'exploitation consolidé

	12/12A	12/13E	12/14E
Chiffre d'affaires	M€ 525	467	483
Croissance du CA	% -4,96	-11,0	3,43
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	7,66
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	-2,00	-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	6,50	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	-5,40	-7,00
Dividendes reçus des SME	M€ 0,90	0,90	0,90
Impôt payé	M€ -3,70	-2,00	-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	16,0	15,9
Investissements matériels	M€ -2,20	-5,00	-5,50
Flux d'investissement net	M€ -2,20	-8,00	-5,50
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	-30,7	-4,83
Cash flow disponible (avant div)	M€ 20,5	3,00	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.)	€ -0,40	0,30	0,49
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	65,9	65,9
Total actif incorporel	M€ 69,9	70,9	71,9
Immobilisations corporelles	M€ 47,5	42,2	36,8
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€ 24,6	25,0	25,0
BFR	M€ 49,6	55,0	62,0
Autres actifs courants	M€ 28,2	29,0	30,0
Actif total (net des engagements CT)	M€ 232	233	237
Capitaux propres part du groupe	M€ 180	181	189
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€		
Intérêts minoritaires	M€ 6,60	7,00	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	8,00	8,00
Endettement net / (trésorerie)	M€ 32,7	32,0	26,8
Passifs totaux	M€ 232	233	237

Capitaux employés

	12/12A	12/13E	12/14E
Capitaux investis	M€ 237	239	241

Ratios de profits & risques

	12/12A	12/13E	12/14E
ROE (après impôts)	% -6,86	3,61	5,68
Rendement des capitaux investis	% 3,69	6,84	7,91
Ratio d'endettement	% 30,9	17,9	15,5
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x 3,34	2,28	1,95
Couverture des frais financiers	x 0,65	2,40	3,82

Ratios de valorisation

	12/12A	12/13E	12/14E
PER ajusté	x -7,92	13,2	8,15
Rendement du cash flow disponible	% 30,1	3,50	5,14
P/ANC	x 0,38	0,47	0,45
Rendement du dividende	% 0,00	0,00	5,03

Valeur d'entreprise

	12/12A	12/13E	12/14E
Capitalisation boursière	M€ 68,1	85,6	85,6
+ 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	32,0	26,8
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€ 45,5	45,5	45,5
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€ 24,6	25,0	25,0
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€ 6,60	7,00	7,00
= Valeur d'entreprise	M€ 145	163	157
VE/EBITDA(R)	x 6,19	4,78	4,25
VE/CA	x 0,28	0,35	0,33

Analyste : Pierre-Yves Gauthier, Changements de prévisions : 19/04/2013.