



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

2015 : d'excellentes performances et une tonalité rafraichissante sur la croissance

Publication Res./CA - 12/03/2016

Actualité

Excellente récolte 2015 pour Chargeurs, qui publie un résultat en hausse de 42 % sur des ventes en hausse modeste (publication faite le 28/01). Le dividende est en hausse de 50 % à 0,3 € et bien au-delà des attentes (0,25 €).

(in euro millions)	2015	2014	% change
Revenue	498.7	478.3	+4.3%
EBITDA	40.3	31.8	+26.7%
As a % of revenue	8.1%	6.6%	1.4 pt
Recurring operating profit	30.6	22.9	+33.6%
As a % of revenue	6.1%	4.8%	1.3 pt
Attributable net profit	15.3	10.8	+41.7%
	Dec. 31, 2015	Dec. 31, 2014	
Attributable equity	219.3	182.6	
Attributable net cash	23.3	9.3	

Analyse

Pour la première fois, Chargeurs communique un EBITDA qui, au même titre que le résultat opérationnel courant, confirme la bonne santé des opérations sous-jacentes sur des ventes légèrement en hausse. Une gestion rigoureuse associée à la mise en œuvre d'un plan d'optimisation industrielle, et à un effet de change globalement positif, ont contribué à la progression de ces opérations. Dit autrement, les performances de 2015 sont celles que nous attendions pour 2016, à savoir qu'elles sont 10 % supérieures à nos prévisions.

Le résultat net part du groupe qui ressort à 15,3 M€, sensiblement au-dessus de nos propres attentes déjà ambitieuses, est soutenu par les crédits d'impôt, la nouvelle direction ayant opté pour une utilisation plus active de cette richesse « cachée » de Chargeurs. Pour rappel, ces pertes fiscales reportables ne peuvent être imputées que sur les bénéficiaires imposables en France. L'optimisation industrielle de 2015 a donc probablement renforcé cette base de revenus imposables français. Nous nous réjouissons de cette situation, car il s'agit d'un contributeur direct au flux de trésorerie disponible qui justifierait de reconnaître une valeur à cet actif.

Films de protection : une division plus solide que jamais

Films de protection, l'activité phare de Chargeurs en matière de croissance et de génération de flux de trésorerie affiche des performances supérieures aux attentes, avec un EBITDA et une marge opérationnelle en hausse d'environ 140 pnb, à 11,8 % et 9,6 % respectivement. Cette division surfe sur les exigences de qualité des consommateurs et sur les améliorations technologiques continues qui font de l'utilisation de films minces de haute technologie, un facteur de productivité. L'activité a été soutenue par la bonne tenue du dollar (par l'exploitation d'usines en zone non dollar) et probablement par la chute des prix du polyéthylène. La baisse des intrants est répercutée sur les clients, mais avec un certain décalage, la baisse régulière des prix peut donc avoir été avantageuse.

Fashion Technologies ou Interlining réinventé

La nouvelle direction envoie un signal positif à l'ex-division Interlining aujourd'hui

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

Achat Potentiel : 47,2 %

Cours objectif à 6 mois 13,2 €

Cours 8,96 €

Capitalisation boursière M€ 207

Momentum du cours **BON**

Extrême 12 mois 5,58 ▶ 9,05

Newsflow Neutre

Bloomberg CRI FP Equity

Reuters CRIP.PA



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



Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	8,47 %	15,9 %	0,34 %	59,4 %
Autres Financières	1,25 %	12,4 %	0,03 %	-9,30 %
STOXX 600	1,09 %	10,3 %	-1,40 %	-13,1 %

Dernière maj : 02/09/2015	12/13A	12/14A	12/15E	12/16E
PER ajusté (x)	10,1	9,90	10,5	10,2
Rendement net (%)	0,00	3,75	3,67	3,35
VE/EBITDA(R) (x)	2,69	3,51	3,95	4,48
BPA ajusté (€)	0,37	0,54	0,65	0,88
Croissance des BPA (%)	n/a	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 coura...	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](#)

rebaptisée Fashion Technologies. Cela se justifie probablement, puisque le savoir-faire de cette division, qui fournit une industrie du vêtement toujours plus exigeante sur le plan technique, est restée dans l'ombre trop longtemps, le temps de rompre tout lien avec les clients mauvais payeurs ou insolvable. Les 3,5 % de croissance du chiffre d'affaires sur une base pro forma, ainsi que le bond de 80 pnb des marges d'exploitation à 3,5 %, sont une excellente nouvelle. Il y a fort à parier que cette division va être en mesure de développer de façon satisfaisante ses partenariats avec les acteurs mondiaux de la mode, même si son pouvoir de négociation restera limité.

Bon démarrage pour Technical Substrates

Excellente année pour cette division qui inaugure les textiles techniques destinés aux secteurs autres que celui de l'habillement et qui affiche une hausse de 22 % de son chiffre d'affaires, de 64 % de son bénéfice d'exploitation et des marges d'exploitation de 18%. Le principe est de doter les textiles techniques du substrat approprié pour leur donner des caractéristiques recherchées (par exemple capturer uniquement un certain type de lumière). Le potentiel de croissance de cette activité est probablement énorme puisqu'elle est encore de taille modeste.

Le problème est évidemment de répondre à une grande variété d'utilisations tout en gardant une base de coûts sous contrôle.

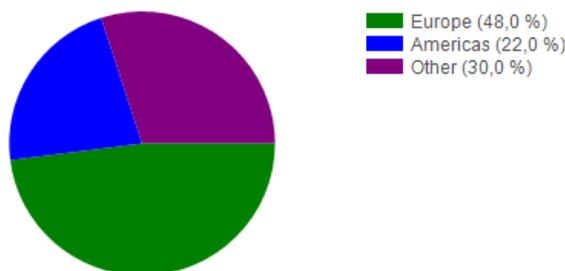
Chargeurs Wool, direction maintenue

Le bénéfice d'exploitation est en baisse de 25 % en raison de la diminution du chiffre d'affaires et des marges (2,7 % contre 3,5 %). Ce recul n'est pas nécessairement un problème, car 2014 constituait une base de comparaison défavorable. De fait les marges seraient plus satisfaisantes si elles étaient calculées à partir de la marge commerciale brute, plutôt que sur les ventes, et, enfin, le groupe a continué à se positionner comme le spécialiste du commerce en amont de la laine, visant le haut de gamme dans la chaîne de valeur de la laine.

■ Impact

Un résultat sous-jacent élevé, une utilisation accrue des actifs d'impôts et surtout l'esprit d'entreprise du nouveau patron imposent une révision approfondie à la hausse des perspectives de bénéfices. La valorisation qui repose sur l'ANR va également être révisée à la hausse en combinant réévaluation à la hausse de la valeur des actifs opérationnels et des actifs d'impôts et amélioration de la situation nette de trésorerie pour la fin 2015. Chargeurs porte bien des habits neufs.

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	9,85 €	20 %	■ Solvay
DCF	16,1 €	10 %	■ Wendel
P/E	13,5 €	10 %	■ Bolloré
Cours/Actif net comptable	12,0 €	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	10,5	10,2
Rendement du cash flow disponible	%	10,9	6,94	9,40
P/ANC	x	0,63	0,70	0,86
Rendement du dividende	%	3,75	3,67	3,35

Valeur d'entreprise

		12/14A	12/15E	12/16E
Capitalisation boursière	M€	123	157	206
+ 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	146	183
VE/EBITDA(R)	x	3,51	3,95	4,48
VE/CA	x	0,23	0,29	0,35

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