



Chargeurs

Sociétés holdings / France



otherfinancials@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

corporate.alphavalue.com

Excellents résultats 2016. Confiance renforcée.

Publication Res./CA - 14/03/2017

Actualité

Chargeurs a publié d'excellents résultats 2016 (cf. tableau ci-après). En hausse de 83% par rapport à 2015 et largement supérieur à notre prévision (0,36€), le dividende de 0,55€ constitue l'autre bonne nouvelle de la publication et facteur de confiance dans le futur.

2016 CONSOLIDATED RESULTS

(in euro millions)	2016	2015	Change (reported) (like-for-like)	
Revenue	506.4	498.7	+1.5%	+5.1%
EBITDA	48.8	40.3	+21.1%	+24.1%
As a % of revenue	9.6%	8.1%		
Recurring operating profit	38.9	30.6	+27.1%	+31.0%
As a % of revenue	7.7%	6.1%		
Attributable net profit	25.0	15.3	+63.4%	

Analyse

Alors que la direction avait indiqué que le résultat opérationnel récurrent 2016 serait de belle facture et supérieur à 38m€, les performances par division surprennent. En effet, les marges de l'activité au cœur de groupe, Protective Films, ont été encore plus élevées que prévu. Alors que nous nous jugions qu'il serait difficile d'atteindre 10,4%, la marge opérationnelle de la division s'affiche à 11,2%. Il s'agissait de l'objectif figurant dans nos modèles ... pour 2018.

Si la marge opérationnelle des autres divisions est plus conforme aux attentes, la performance réalisée par rapport à 2015 demeure impressionnante.

Les tendances sous-jacentes de l'activité ont été largement décrites dans les commentaires des précédents résultats trimestriels ; elles n'ont pas changé. Selon nous, l'élément le plus marquant des résultats 2016 est le sentiment que la nouvelle direction est non seulement parvenue à donner un nouvel élan à la croissance, mais qu'elle a également beaucoup œuvré pour rendre ce dernier durable. Cela passe notamment par une gestion stricte de la trésorerie justement réinvestie dans des axes de croissance, des renouvellements à la tête des différentes divisions, un renforcement des fonctions centrales pour accompagner la croissance externe, une accumulation de financements à bon compte et une détermination affichée de tirer le meilleur des métiers existants.

Ce dernier point est remarquable. Le changement de dénomination de l'ex-division "Interlining", en un séduisant "Fashion Technologies", n'aurait pu être qu'un coup de marketing, mais il marque surtout un virage visant à privilégier dorénavant la clientèle exigeante des fabricants de vêtements haut de gamme ainsi que celle appartenant à la mode éphémère. Si Fashion Technologies détenait probablement tout le savoir-faire indispensable à l'adoption d'une telle stratégie, le nouveau PDG de Chargeurs en a été l'instigateur et marqué sa confiance dans une capacité des équipes à renouer avec la croissance.

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

Alléger	Potentiel : 3,98 %
Cours objectif à 6 mois	21,3 €
Cours	20,5 €
Capitalisation boursière M€	473
Momentum du cours	FORT
Extrême 12 mois	8,26 ▶ 20,5
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA

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

Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	4,91 %	11,2 %	30,3 %	146 %
Autres Financières	0,92 %	1,60 %	4,59 %	13,1 %
STOXX 600	0,37 %	1,97 %	4,79 %	9,47 %

Dernière maj : 14/03/2017	12/14A	12/15A	12/16E	12/17E
PER ajusté (x)	8,96	9,61	9,68	14,2
Rendement net (%)	4,08	4,50	5,15	2,92
VE/EBITDA(R) (x)	3,18	3,37	5,05	8,33
BPA ajusté (€)	0,55	0,69	1,10	1,45
Croissance des BPA (%)	48,2	26,9	58,9	31,1
Dividende net (€)	0,20	0,30	0,55	0,60
Chiffre d'affaires (M€)	478	499	506	533
Marge opérationnelle coura...	4,79	6,13	8,06	8,46
Résultat net pdg (M€)	11,4	15,3	25,3	33,2
ROE (après impôts) (%)	6,25	7,41	11,3	14,3
Taux d'endettement (%)	-3,04	-7,43	-6,86	-5,35

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

Chargeurs Wool est rebaptisée Chargeurs Luxury Materials. Ce changement de dénomination marque sans doute les mêmes ambitions d'exploiter au mieux le savoir-faire acquis au cours des décennies dans le secteur de la laine avec un pari sur la maîtrise de la qualité sur toute la chaîne de valeur pour le haut de gamme.

Cette gestion encourageante des activités existantes montre clairement que la nouvelle direction ne privilégie pas la rentabilité immédiate via une rotation financière des actifs mais s'inscrit dans le développement.

Résultats 2016 en dessous de l'opérationnel

Par rapport aux attentes, les résultats 2016 sont marqués par des coûts financiers nets plus élevés, vraisemblablement le prix à payer d'un surfinancement de 70m€ environ. La charge d'impôts est en ligne avec les attentes. Rappelons toutefois qu'elle est assez difficile à prévoir, les comptes du groupe intégrant de considérables déficits reportables. Ces derniers ne peuvent toutefois être activés que contre des profits réalisés en France. Les ventes réalisées dans l'Hexagone (une indication certes peu fiable des profits réalisés en France) ne représentent que 7% du CA.

A 20m€, le cash flow libre généré est comparable à celui de 2015. Il salue la très bonne gestion du fonds de roulement. Cependant, la trésorerie nette a diminué de 20m€ à 3m€ en raison du versement d'un dividende intérimaire et de l'acquisition de Main Tape aux États-Unis (prix resté confidentiel). Si le dividende intérimaire de 8m€ pèse sur les fonds propres du groupe, il ne modifie pas le diagnostic d'ensemble.

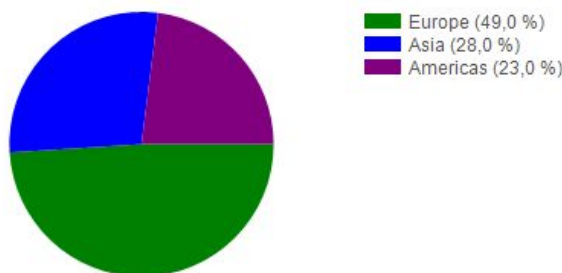
Et maintenant?

La forte amélioration des marges de Protective Film est la conséquence à la fois d'une bonne maîtrise des coûts, de la progression des volumes dans une conjoncture porteuse, et les prémisses de l'avantage que présente le fait de produire aux États-Unis pour répondre à la demande américaine. Il reste encore beaucoup à faire pour faire converger les performances opérationnelles de Main Tape vers celles de Chargeurs Protective Films. Un saut quantique à partir des niveaux actuels paraît peu probable. Autrement dit, tant qu'une nouvelle acquisition ne viendra pas changer la donne, nos prévisions en termes d'amélioration des marges en 2017 et 2018 resteront prudentes.

■ Impact

Si nous devons revoir marginalement à la hausse nos BPA, l'ajustement ne saurait justifier une appréciation significative du titre. L'impact en termes de valorisation ne devrait pas être marqué. Le plus gros point d'interrogation porte sur le niveau de valorisation. En tant que holding, la valorisation de Chargeurs dépend à hauteur de 55% de l'ANR. Nous avons toujours été très prudents dans la valorisation des différentes activités du groupe. La meilleure gestion des actifs devrait nous inciter à revoir nos estimations à la hausse. À l'inverse, si Chargeurs devait être considéré comme un groupe industriel diversifié, avec une valorisation dépendant davantage du DCF, alors le titre ne présente pas de potentiel de hausse significatif. Réflexion en cours.

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

		12/15A	12/16E	12/17E
Chiffre d'affaires	M€	499	506	533
Croissance du CA	%	4,33	1,48	5,23
Variation des coûts de personnel	%	8,79	6,10	4,14
EBITDA	M€	40,4	48,8	55,1
Marge d'EBITDA(R)	%	8,10	9,64	10,3
Dotations aux amortissements	M€	-9,70	-9,90	-10,0
Résultat opérationnel courant	M€	30,6	38,9	45,1
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	24,0	33,9	44,1
Résultat financier net	M€	-5,30	-2,00	-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	-4,58	-7,09
Mises en équivalence	M€	-10,7	-1,80	0,50
Intérêts minoritaires	M€	-0,20	-0,20	-0,20
Résultat net ajusté, pdg	M€	15,3	25,3	33,2
NOPAT	M€	10,9	24,9	32,2

Tableau de financement

		12/15A	12/16E	12/17E
EBITDA	M€	40,4	48,8	55,1
Variation du BFR	M€	8,00	1,10	3,00
Dividendes reçus des SME	M€	0,30	0,30	0,50
Impôt payé	M€	-5,90	-4,58	-7,09
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	40,6	46,5
Investissements matériels	M€	-12,9	-10,9	-13,0
Flux d'investissement net	M€	-12,9	-13,9	-16,0
Charges financières nettes	M€	-5,30	-2,00	-4,10
Dividendes (maison mère)	M€	-3,20	-11,5	-13,8
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	-26,2	-5,66
Variation de la trésorerie	M€	11,4	-20,1	24,8
Cash flow disponible (avant div)	M€	13,6	27,7	29,4

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	1,10	1,45
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,30	0,55	0,60

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	21,7 €	55 %	● Akzo Nobel
Rendement	19,6 €	20 %	■ Solvay
DCF	18,1 €	10 %	■ Wendel
P/E	29,4 €	10 %	■ Bolloré
Cours/Actif net comptable	15,1 €	5 %	■ GBL
Objectif de cours	21,3 €	100 %	■ Sonae
			■ Hal Trust
			■ Eurazeo

Calcul NAV/SOTP

Bilan

		12/15A	12/16E	12/17E
Survaleurs	M€	76,7	90,1	90,1
Total actif incorporel	M€	78,5	92,1	92,1
Immobilisations corporelles	M€	55,9	61,8	66,0
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	18,1	15,0	18,0
BFR	M€	16,1	15,0	12,0
Autres actifs courants	M€	24,9	30,0	30,0
Actif total (net des engagements CT)	M€	196	225	230
Capitaux propres part du groupe	M€	219	227	238
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	-25,0	-23,0
Autres charges	M€	8,80	9,00	10,0
Endettement net / (trésorerie)	M€	-23,3	-7,84	-17,7
Passifs totaux	M€	196	225	230

Capitaux employés

		12/15A	12/16E	12/17E
Capitaux investis	M€	173	188	188

Ratios de profits & risques

		12/15A	12/16E	12/17E
ROE (après impôts)	%	7,41	11,3	14,3
Rendement des capitaux investis	%	6,33	13,2	17,1
Ratio d'endettement	%	-7,43	-6,86	-5,35
Dettes nettes ajustées/EBITDA(R)	x	-0,48	-0,08	-0,32
Couverture des frais financiers	x	6,12	20,6	11,7

Ratios de valorisation

		12/15A	12/16E	12/17E
PER ajusté	x	9,61	9,68	14,2
Rendement du cash flow disponible	%	8,88	11,3	6,24
P/ANC	x	0,70	1,08	1,98
Rendement du dividende	%	4,50	5,15	2,92

Valeur d'entreprise

		12/15A	12/16E	12/17E
Capitalisation boursière	M€	153	245	471
+ 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	-7,84	-17,7
+ 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€	136	247	459
VE/EBITDA(R)	x	3,37	5,05	8,33
VE/CA	x	0,27	0,49	0,86