



Chargeurs^{CR}

Sociétés holdings / France

48 bd des Batignolles
75017 Paris - France
sales@alphavalue.eu
www.alphavalue.com

Au T3, Croissance du CA Films de protection, celle qui compte

Publication Res./CA - 12/11/2015

Analyst : Pierre-Yves GAUTHIER
otherfinancials@alphavalue.eu
T. : +33 (0) 1 70 61 10 50

Actualité

Chargeurs vient de publier un chiffre d'affaires en baisse d'environ 2 à 118 M€, un T3 en recul par rapport à la croissance réalisée au S1. La croissance du chiffre d'affaires des 9 premiers mois s'élève encore à 2,8. La nouvelle direction en place depuis le 30 octobre 2015 a profité de cette occasion pour revoir à la hausse ses prévisions de résultat d'exploitation courant qui passent de 26 M€ à 27 M€, une augmentation de près de 4 %.

Analyse

Le ralentissement de la croissance ne devrait pas constituer un problème, puisqu'il est entièrement attribuable à la baisse de chiffre d'affaires de la division laine (baisse du cours de la laine en dollars), avec des répercussions assez limitées sur le résultat net, puisqu'il s'agit principalement d'une entreprise de services.

Plus intéressant, il faut noter la solide croissance continue du chiffre d'affaires de la branche Films de protection qui affiche une progression de près de 10 en glissement annuel, tant sur le trimestre que sur les neuf premiers mois de l'exercice. Cette division représente environ les 4/5e du résultat d'exploitation du groupe, toute hausse de ce chiffre constitue donc une excellente nouvelle. L'activité continue sans doute à bénéficier d'un dollar fort (augmentation de 16 en glissement trimestriel) lorsque des ventes sont conclues aux EU (sans effet positif sur le résultat, en revanche), mais il semblerait que la croissance des volumes et du mix s'établisse à 5 % environ, ce qui est bon pour le résultat.

Le chiffre d'affaires trimestriel de Chargeurs Interlining demeure stable ce qui pourrait, de fait, constituer une bonne nouvelle puisque le groupe a continué à se défaire de ses clients fragiles. Cette activité semble également avoir bénéficié de la solidité du dollar.

Technical Substrates, le nouveau moteur de croissance de Chargeurs (un segment issu des activités de Chargeurs Interlining), affiche une croissance... zéro. Cela s'explique sans doute par l'augmentation des capacités de production qui a eu lieu au cours de T3 et qui pourrait avoir eu une incidence transitoire sur les ventes.

P. Le nouveau PDG du groupe, M. Fribourg, s'appuyant sur le communiqué des performances du T3 a confirmé la solidité de l'activité de Chargeurs et anticipé un résultat d'exploitation courant à 27 M€. Cette révision à la hausse n'est qu'une demi surprise. Ces chiffres, ainsi qu'un entretien accordé aux médias financiers laissent toutefois penser que la stratégie mise en œuvre par l'équipe de direction précédente se poursuit et que le transfert des rênes se fait en douceur. Le changement de direction a été quelque peu inattendu en matière de calendrier et émane d'acteurs aux horizons entièrement nouveaux (28 % des actions de l'ancien conseil d'administration ont été rachetées par Columbus Holding, un fonds ad hoc), ce qui a créé un climat interrogatif. Le nouveau PDG a surtout insisté sur l'idée de continuité, notamment en ce qui concerne les dividendes.

Impact

Nous allons devoir réduire la contribution de la division laine au chiffre d'affaires, bien que cela ne conduise pas à revoir en baisse la contribution aux bénéfices. Les prévisions d'AlphaValue pour 2015 sont déjà élevées, avec un résultat d'exploitation « courant » de près de 29 M€. Nous nous en tenons à ce chiffre qui souligne la solidité des activités.

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

Achat	Potentiel : 75,5 %
Cours objectif à 6 mois	13,5 €
Cours	7,69 €
Capitalisation boursière M€	177
Momentum du cours	FORT
Extrême 12 mois	4,47 ▶ 8,30
Newsflow	Neutre
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA

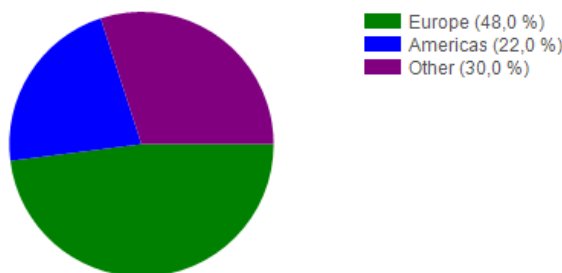
[Téléchargez l'analyse complète](#)[Page valeur](#)

Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-0,39 %	0,13 %	2,67 %	52,0 %
Autres Financières	-0,71 %	2,79 %	-7,57 %	14,7 %
STOXX 600	-0,41 %	4,68 %	-3,79 %	11,7 %

Dernière maj : 02/09/2015	12/13A	12/14A	12/15E	12/16E
PER ajusté (x)	10,1	9,90	11,8	8,77
Rendement net (%)	0,00	3,75	3,25	3,90
VE/EBITDA(R) (x)	2,69	3,51	4,49	3,76
BPA ajusté (€)	0,37	0,54	0,65	0,88
Croissance des BPA (%)		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 (%)	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](#)

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	10,3 €	20 %	■ Solvay
DCF	16,1 €	10 %	■ Wendel
P/E	15,0 €	10 %	■ Bolloré
Cours/Actif net comptable	13,3 €	5 %	■ GBL
Objectif de cours	13,5 €	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	11,8	8,77
Rendement du cash flow disponible	%	10,9	6,16	10,9
P/ANC	x	0,63	0,79	0,74
Rendement du dividende	%	3,75	3,25	3,90

Valeur d'entreprise

		12/14A	12/15E	12/16E
Capitalisation boursière	M€	123	177	177
+ 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	166	154
VE/EBITDA(R)	x	3,51	4,49	3,76
VE/CA	x	0,23	0,33	0,30

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