

Premier semestre robuste et adoption d'une position plus offensive

Mise à jour - 02/09/2015

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

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

■ Changement d'Objectif de cours

 € 13,2 vs 12,8 **+3,33 %**

Bénéficiant du soutien de l'activité de Protective Film et de la forte exposition au marché américain, les bonnes performances du S1 soulignent la solidité intrinsèque des activités et justifient une révision à la hausse de 9% de l'EBIT. Chargeurs a créé un quatrième secteur d'activité, Chargeurs Technical Substrates, auparavant intégré au sein de Chargeurs Interlining. Cette initiative illustre la confiance de l'équipe de direction dans sa capacité à créer de la croissance.

■ Changement d'EPS

 2015 : € 0,65 vs 0,66 **-1,39 %**
 2016 : € 0,88 vs 0,78 **+12,3 %**

Tant pour 2015 que pour 2016, nous révisons à la hausse nos estimations de BNPA sous-jacent de 9%. L'ajustement sur 2015 est en partie absorbé par les changements d'impôts et les ajustements en matière de dépréciation des écarts d'acquisition. L'impact sur la bottom line du groupe est plus sensible en 2016.

■ Changement de NAV

 € 13,9 vs 13,7 **+1,58 %**

La somme des parties intègre une première estimation de valorisation du nouveau secteur d'activité Chargeurs Technical Substrates. Celle-ci est retranchée de celle de Chargeurs Interlining auquel "Substrates" n'appartient plus. L'impact net est une nouvelle fois faible.

■ Changement de DCF

 € 16,3 vs 14,7 **+11,0 %**

Toutes choses restant égales par ailleurs, le DCF bénéficie mécaniquement de l'amélioration des perspectives à court terme en matière d'activité (de 2015 à 2017 inclus).

Achat

Potentiel : 75,4 %

Cours objectif à 6 mois	13,2 €
Cours	7,55 €
Capitalisation boursière M€	174
Momentum du cours	FORT
Extrême 12 mois	4,07 ▶ 7,79
Newsflow	Neutre
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA

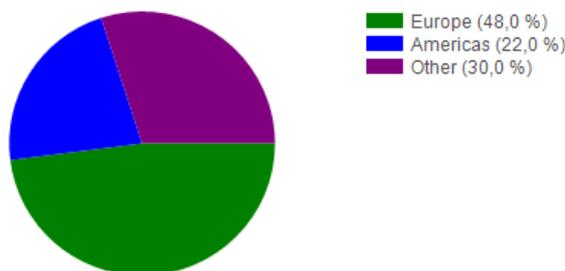

[Téléchargez l'analyste complète](#)
[Page valeur](#)


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	9,42 %	-1,95 %	9,90 %	36,2 %
Autres Financières	-1,19 %	-8,26 %	-8,31 %	10,4 %

Dernière maj : 02/09/2015	12/13A	12/14A	12/15E	12/16E
PER ajusté (x)	10,1	9,90	11,6	8,61
Rendement net (%)	0,00	3,75	3,31	3,97
VE/EBITDA(R) (x)	2,69	3,51	4,40	3,68
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	9,41 €	20 %	■ Solvay
DCF	16,3 €	10 %	■ Wendel
P/E	14,2 €	10 %	■ Bolloré
Cours/Actif net comptable	12,9 €	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	11,6	8,61
Rendement du cash flow disponible	%	10,9	6,27	11,2
P/ANC	x	0,63	0,77	0,73
Rendement du dividende	%	3,75	3,31	3,97

Valeur d'entreprise

		12/14A	12/15E	12/16E
Capitalisation boursière	M€	123	174	174
+ 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	163	150
VE/EBITDA(R)	x	3,51	4,40	3,68
VE/CA	x	0,23	0,33	0,29

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