

Chargeurs : une société holding avec une forte décote sur fonds propres

Chers lecteurs,

J'ai le plaisir d'analyser aujourd'hui la société Chargeurs que vous avez démocratiquement élue. J'ai rarement vu une société avoir un tel engouement pour une analyse !

J'imagine que ce qui a attiré les votants, c'est la décote sur fonds propres qui se « screene » très facilement. Aujourd'hui, notre challenge est de voir si cette décote est justifiée ou non. A la demande générale, j'essaie de relever le défi.

1 – Analyse par activités

La holding compte 3 activités :

- Fabrication de films de protection (désignée par « films » dans l'analyse)
- Entoilage de vêtements (désignée par « interlining » dans l'analyse)
- Transformation de laine peignée (désignée par « interlining » dans l'analyse)

1. a.) Films

Chargeurs se veut leader mondial dans cette activité, avec 25% de parts de marché. Je dois vous avouer que je n'ai pas réussi à contrôler ces chiffres, mais je ne serai pas surpris que Chargeurs soit leader européen avec des ventes proches de 100 millions sur des produits peu chers à l'unité. 59% des ventes sont en Europe, avec le contexte que vous connaissez, 21% sur le continent Américain, et 20 % en Asie.

Même si l'activité n'a pas l'air « ultra-sexy » en elle-même, les films de protection sont très utilisés de manière récurrente pour protéger les surfaces fragiles d'acier, d'aluminium et de plastique dans différentes industries (bâtiment, électronique, automobile, etc.). Comme les clients savent que les produits de Chargeurs marchent pour leur besoin, et tenant compte du fait que le coût de films de protection est minime à l'échelle du coût des produits, les clients sont sans doute amenés à commander de manière récurrente chez Chargeurs, pour ne pas prendre de risques.

Cette activité liée à la transformation chimique du polyéthylène, qui est un savoir-faire apparemment spécifique vu le volume de ventes.



Qu'est ce que cela donne au niveau des chiffres ?

Regardons sur 7 années pleines, tous les chiffres étant en millions :

	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	Moy
CA FILMS	181,5	179,7	177	142	192	208	218,4	185,51
EBIT FILMS	8,6	10,3	11,4	-2,8	13,1	16,4	17,7	10,67
EBIT Mg FILMS	4,74%	5,73%	6,44%	-1,97%	6,82%	7,88%	8,10%	5,75%

La compagnie affiche un chiffre d'affaires moyen de 185,5 millions sur la période, avec une marge d'EBIT moyenne de 5,75%. A noter qu'en 2012, le prix du polyéthylène a flambé et Chargeurs n'a pas pu refacturer la totalité de cette augmentation du coût des matières premières à ses clients.

On notera également que, à périmètre constant, le BFR de l'activité augmente dès lors que les prix du polyéthylène flambent et qu'il se dégonfle dès lors que les prix baissent. L'impact de ce phénomène sur la génération de cash peut être non négligeable d'une année sur l'autre, d'où l'important d'étudier les chiffres sur une période étendue.

Au premier semestre 2013, on notera que les pressions sur les marges se détendent :

CA S1 : 96 M en 2013 VS 91,8 M en 2012

EBIT S1 : 5,1 M en 2013 VS 4,6 M en 2012

Marge d'EBIT S1 : 5,3 % en 2013 VS 5% en 2012

L'activité emploie actuellement 62,6 M de fonds propres (contre 70 M l'année d'avant). Elle a un retour sur fonds propres de 8-10% environ (à noter qu'il faut parler résultat net ici et non d'EBIT), ce qui est potable et démontre que le business est à peu près viable.

Scénario basique : On peut grossièrement valoriser cette activité à € 70 M, soit un peu plus de 1,1 fois ses fonds propres et près de 7 fois son EBIT moyen sur la période observée.

Scénario « Bull » : Ceux qui trouvent que c'est un bon business et qui veulent intégrer les perspectives de reprise en Europe pourront prendre **10 fois l'EBIT moyen et valoriser cette activité à € 100 M.** Cela correspond à peu près à 15 fois les bénéfices en tant qu'entité indépendante non endettée (on reparlera de ce point un peu plus loin) et ne paraît pas spécialement aberrant.

1.b) Interlining

Entoiler les vêtements permet de les faire tenir tout en gardant une certaine souplesse. On insère pour cela une toile fine entre la doublure et le tissu.



Chargeurs a 40 % de son activité en Europé, 18% en Amerique, et 42% en Asie.

Le métier est bien entendu une commodité (on comprend intuitivement que les chinois peuvent faire cela), c'est pourquoi Chargeurs cherche à se distinguer avec des nouvelles techniques ciblant les clients haut de gamme.

Regardons les chiffres :

	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	Moy
CA INTL	179	187,4	185	166	221	242	236,3	202,39
REX INTL	4,5	8,6	10	-16,9	-23,7	10,5	8,8	0,26
EBIT Mg INTL	2,51%	4,59%	5,41%	-10,18%	-10,72%	4,34%	3,72%	0,13%

L'activité est récemment en baisse à la suite de la contraction de la demande pour l'habillement sur les 3 continents où Chargeurs intervient. Parmi les retailers du secteur mode que nous suivons, nous savons que les contextes ne

sont pas porteurs ni aux US, ni en Europe, ni en Chine. En 2012, l'augmentation du prix des matières premières n'a pas dû aider non plus. On voit que les marges sont nulles sur la période observée. Si on retire les 2 années noires 2008 et 2009, on peut se dire que la société peut faire 4% de marge d'EBIT sur ses ventes.

Si jamais on retrouve les 200 millions historiques, on aurait alors une capacité à générer 8 millions d'EBIT. Si on reste sous les 180 millions et que la société arrive à redresser ses marges, on serait à 7 millions d'EBIT.

Le groupe s'est pas mal restructuré dans cette filière en cédant regroupant des unités de production en Europe et en Asie et en cédant des immobilisations. Manifestement, il entend continuer dans cette voie. Chargeurs entend céder :

- 49% de sa participation dans Ningbo Yak pour 2,5M,
- 26,4% du peignage de Zhangjiagang.

La société dit que cela terminera la restructuration du métier : Chargeurs souhaite intervenir autant que possible en amont de la production, dans les technologies de fabrication, mais souhaite que les usines soient opérées par des partenaires. Le but est de rendre l'activité moins « Capex intensive ».

On peut regarder là aussi ce qui se passe au S1 2013 :

- CA 89,5 M,
- EBIT (retraité des cessions d'immobilisations) 2,1 M,
- On tourne à 2,35 % de marge d'EBIT.

Notons que si on en reste à 2,5% de marge d'EBIT sur 200 millions, on aurait alors une capacité bénéficiaire de 5 M.

L'activité emploie plus de 89 millions de fonds propres, avec un endettement conséquent. On est au mieux à 3% de retours sur fonds propres. En l'état, l'activité ne peut pas être qualifiée de viable et rappelle étrangement un certain Berkshire Hathaway lorsque Buffett a acquis le business. Je serai franchement surpris si le management arrive à redresser la barre, même si je pense aussi que la première chose à faire est de réduire le capex. C'est rationnel, mais cela suffira-t-il ?

Tenant compte de la médiocrité intrinsèque du business et du retour sur fonds propre vraiment faible, **je propose de valoriser Interlining à € 30 M**, soit un tiers des fonds propres, 6 fois la capacité bénéficiaire (EBIT) conservatrice et un peu plus de 4 fois l'EBIT optimiste. Cela revient à valoriser un business vraiment pourri à 9 fois ses bénéfices dont on est loin d'être certains. Cela peut presque apparaître optimiste.

1.c.) Laine

Cette activité conçoit et fabrique (de moins en moins) des mélanges de laine pour les filateurs. 40% de l'activité est en Europe, 27% en Amérique, et 33 % Asie.

La société dit avoir 6% de parts de marché sur le créneau. Cela peut sembler pas mal vu le caractère « basique » de ce métier (que je ne souhaite pas dénigrer), mais, en réalité, je pense que ce n'est pas fantastique parce que ces chiffres ne tiennent pas compte de la concurrence des fibres naturelles et synthétiques, en tant qu'alternative. Sur l'ensemble de ces marchés, la part de Chargeurs serait probablement marginale.

La concurrence est féroce et Chargeurs souhaite faire un focus sur le service clients pour minimiser les actifs de production, en d'associant avec des producteurs locaux. En termes financiers, on peut dire que c'est une volonté de devenir plus capex light et opex light.



Là aussi, je pense que ce business est une parfaite commodité : des asiatiques peuvent sans aucun doute copier cela. Est-ce que cela se traduit dans les chiffres ?

	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	Moy
CA LAINE	164	185	150	144	186	254	224,5	186,79
REX LAINE	0,2	6,7	1,2	0,1	-6,8	5,4	1,9	1,24
EBIT Mg LAINE	0,12%	3,62%	0,80%	0,07%	-3,66%	2,13%	0,85%	0,67%

Les résultats sont en moyenne mauvais, au point que Chargeurs n'arrivait même plus à trouver des prêteurs pour ses achats de laine en 2012. La société a décidé de céder ses moyens de production à des partenaires locaux et ambitionne de travailler plus en amont en tant que prestataire de services pour ces derniers. Le management, fait enfin preuve de réalisme et prend des décisions difficiles, mais

nécessaires, du moins à mon humble avis. L'impact reste incertain. En tout cas, il n'est pas encore visible au S1 2013 :

- CA 54,5 VS 100 au S1 2012
- EBIT 1,4 VS 3,1 (réductions de périmètre -22%, effet volume -17%, effet prix -6%)
- Marge d'EBIT : 2,57 % VS 3,1 %

L'activité emploie actuellement 38,5 millions de fonds propres, et le chiffre baisse régulièrement au fil des années. Le ROE est historiquement quasi inexistant en moyenne.

En supposant que l'on puisse tourner environ aux deux tiers de la moyenne en termes de chiffre d'affaires, soit autour de € 120 M, on aurait une capacité bénéficiaire de € 1,2 M avec 1% de marge d'EBIT et € 2,4 M avec 2%. **A 5 fois l'EBIT, on serait entre € 6 M et € 12 M en termes de valorisation.**

1.d) La somme des parties

Ainsi, avant prise en compte des dettes, on aurait une valorisation :

- De **€ 106 M dans un scénario conservateur**
- De **€ 142 M dans un scénario plus optimiste**

La société a une trésorerie de 43,6 M au S1 2013.

En face, elle a les dettes financières suivantes :

- Emprunts obligataires convertibles : 14,1 M
- Emprunts LT et MT : 16 M
- Emprunts CT : 44,3 M

Pour les convertibles, plutôt que de les compter en tant qu'endettement, je vais compter cette dette là pour 0 en termes de cash et prendre en compte le pire scénario de dilution des actionnaires. Cela me semble cohérent, parce que la société paie ses intérêts en actions (jusqu'à 5 actions à échéance en 2016) et que la dette peut être profitablement convertie par ses détenteurs. Si cela se produit, le nombre d'actions en circulation passera alors de 13,8 M à 23,5 M. **Nous supposons donc que nous avons 23,5 M d'actions en circulation et que nous n'avons pas de dette obligataire convertible.**

Dans ce cas, on a alors 16,7 M de dette nette que l'on peut rajouter à nos valorisations.

Toutefois, il faut penser également à déduire les dépenses corporate communes aux 3 activités. Ces dépenses ont été drastiquement réduites au cours des 8 dernières années et sont passées de plus de 10 M par an à 0,7 M sur le S1 2013 (VS 1,2 M au S1 2012). Je propose de capitaliser les dernières dépenses à 10% dans le scénario optimiste, soit une obligation de 14 M. Disons, en tenant compte de la dette nette précédemment calculée, que nous avons une dette nette de 30 M.

Dans un scénario conservateur, comme on a pris des estimés raisonnables, on peut ne pas tenir compte des dépenses corporate.

Je vais prendre aussi un scénario pessimiste où j'en tiendrai compte.

Je me permets de prendre la dernière année pour les dépenses corporate parce que j'ose imaginer que la compagnie a compris qu'il fallait réduire drastiquement les coûts après qu'elle ait dû se recapitaliser via les obligations convertibles en 2010 pour éviter une crise de liquidité. Elle ne pouvait manifestement plus faire face à ses dettes et dépenses dans un contexte difficile.

Ainsi, nous avons :

- **Cas pessimiste : € 76 M, ou 3,23 € par action**
- **Cas conservateur : € 90 M, ou 3,83 € par action**
- **Cas optimiste : € 116 M, ou 4,94 € par action**

Tout cela se compare avec un **cours observé en décembre 2013 de 4,5 € environ.**

2 – Approche consolidée

Voici un tableau résumant plusieurs paramètres importants pour l'analyse de chargeurs dans le cadre d'une analyse des chiffres consolidés :

	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	Moy
CA	524,6	552,1	512	451,6	599,2	713,5	769	588,86
EBIT	7	23,7	21,3	-22,6	-31,7	28,7	25,4	7,40
EBIT Margin	1,33%	4,29%	4,16%	-5,00%	-5,29%	4,02%	3,30%	1,26%
CAF	4,1	18,5	7,6	-14,9	2,6	22,1	17,9	8,27
CFO	27,1	-10,8	1	7,2	2,6	-6,7	36	8,06
CAPEX	5,4	6,5	7,2	3	9,7	15	48,7	13,64
FCF	21,7	-17,3	-6,2	4,2	-7,1	-21,7	-12,7	-5,5857
Stocks	113,7	166,2	149,4	117	136	155	167	143,47
CA/Stocks	4,61	3,32	3,43	3,86	4,41	4,60	4,60	4,10
Créances	44	52,9	50,6	69,1	76	82,5	79	64,87
Créances % ventes	8,39%	9,58%	9,88%	15,30%	12,68%	11,56%	10,27%	11,02%
Cash	50,6	69,5	83,2	55,9	58	110	125	78,89
Dette LT	32,5	70,4	90,1	98,5	41,8	56,7	86	68,00
Actifs courants	290	396	385	334	395	507	530	405,29
Passifs courants	226	292,6	267	254	341	416,5	430	318,16

Current ratio	1,28	1,35	1,44	1,31	1,16	1,22	1,23	1,27
Quick ratio	0,78	0,79	0,88	0,85	0,76	0,85	0,84	0,82
NB ACTIONS	23,5	23,5	23,5	10,3	10,3	10,3	10,3	
CP PAR ACTION	7,06	6,92	7,41	13,22	17,67	23,01	23,50	

Ici, on ne tiendra pas compte de la nature et qualité relative de chaque business. On cherche à avoir une vue globale des opérations et voir si on ne peut pas déceler d'autres risques et opportunités.

On notera l'effondrement des capitaux propres par action publiés au fil des années. Depuis 2010, je suppose que toutes les obligations sont converties de la manière la plus défavorable (23,5 M d'actions en circulation). A noter qu'au S1 2013, les capitaux propres sont toujours à 7,06 € par action.

Notons qu'en toute rigueur, sous cette hypothèse, les capitaux propres doivent être augmentés du montant des obligations convertibles, car celles-ci sont intégralement payées en actions. Ainsi, **les capitaux propres par action actuels sont en fait de 7,66 €**. Ils étaient à 23,5 € en 2006 et reflètent à la fois la dilution par les obligations convertibles et les pertes de la société sur la période (on serait à 14,5 € sans dilution).

A titre de remarque, la société aurait sans doute fait banqueroute si elle n'avait pas effectué de recapitalisation via les obligations convertibles, ce qui montre toute l'importance du contrôle des coûts. Le management a fait un bon travail de réduction des coûts administratifs après la recapitalisation. On notera aussi que les actionnaires en 2010 avaient un droit préférentiel de souscription pour les obligations ce qui a permis d'éviter la dilution de la participation de ceux qui ont pu y participer.

Egalement, je tiens à signaler que le CEO, même si son mandat est loin d'être brillant depuis 2006, a l'air globalement lucide. Ses propos dans les lettres aux actionnaires sont cohérents : il comprend les difficultés des métiers de l'entreprise et que **l'année 2011, avec un retour sur capitaux (qu'il mesure par le ROE) de 9,6%, a été très bonne**. Le contexte des matières premières n'ayant pas été favorable, la société n'a pas réussi à générer de cash cette année là !

Par rapport à cela, on peut d'ores et déjà se dire que **la compagnie n'a aucune raison valable de coter au-delà de la valeur de ses capitaux investis, que la compagnie considère comme étant ses fonds propres. Espérer que Chargeurs cote assez rapidement au-dessus de 7,66 € semble très optimiste**. Comme c'est une holding, une décote n'est pas à exclure.

Considérant que la société a des ROE / ROIC historique catastrophiques, et la faible prévisibilité de l'activité, on peut se dire que si jamais la société si jamais parvient à faire un ROE récurrent de 5%, elle devrait coter à la moitié de ses fonds propres (retour attendu 10%), soit 3,83 €. Si jamais elle

parvient à faire 6,67%, on peut tabler sur 2/3 de la book, soit 5,1 € par action. Au cours de 4,5 €, le marché projette un ROE de 5,87 %.

On saluera l'amélioration significative des encaissements de la société après la recapitalisation de la compagnie en 2010. Les créances en % du chiffre d'affaire ont significativement baissé et, dès lors que la rotation des stocks est repartie en 2012, la société a pu générer pas mal de cash par ses opérations (€ 27 M).

La société semble aussi comprendre que ses investissements dans les actifs fixes (capex) ne portent pas de fruits et allège drastiquement son capex depuis 2006. Vu les retours sur capitaux investis sur la période, cette décision me semble très sage : a quoi bon investir alors qu'on n'arrive même pas à justifier un retour meilleur qu'un placement sans risque ? Etant donné que la société est en mode désinvestissement et a pris plusieurs initiatives pour devenir plus capex light, on devrait avoir un impact positif sur les FCF si jamais l'activité repartait.

Dans la cadre de l'analyse, j'ai considéré que tout le capex est du capex de maintenance parce que l'entreprise ne fait pas croître son activité globalement.

On notera que les variations de BFR peuvent détruire la capacité à générer du cash sur certaines années, comme en 2007 et en 2011. Toutefois, elles finissent ensuite par avoir un impact positif en 2009 et en 2012. Ainsi, sur des périodes étendues, la capacité d'autofinancement (CAF dans le tableau) de la société (cash généré par les opérations en excluant les variations de BFR) et son cash généré par les opérations correspondent à peu près. **La moyenne sur la période observée est légèrement supérieure à € 8 M.**

On peut se dire que la société devrait faire l'effort de maintenir un capex bas : en tout cas, les ventes des activités de productions dans les activité Interlining et Laine semblent militer dans ce sens. On peut se dire que le **capex devrait pouvoir tourner à 5 M par an à l'avenir.**

Par défaut, on peut se dire que **la société**, après ses améliorations en termes d'intensivité capitalistique, **devrait pouvoir générer un meilleur FCF à l'avenir, probablement d'au moins 3 M par an.** Je pense cependant que cet estimé est trop conservateur si on tient compte du travail qui a été réalisé par le management au cours des 3 dernières années.

Pour avoir une idée plus poussée de ce que l'on peut attendre en termes de FCF, on peut prendre la guidance du management pour les objectifs de marge d'EBIT. Attention cependant au fait que les guidances n'engagent que ceux qui y croient. Pour 2013, la société vise au moins 3% de marge d'EBIT (14 M d'EBIT pour 460 M de CA). On peut se dire que c'est un objectif pour les

années à venir. Je pense qu'il sera atteint en 2013 considérant que les EBIT donnés par la société comprennent quelques produits de cession, ce que je n'apprécie pas forcément (faible qualité des chiffres publiés dans le compte de résultat, donc moins facile de juger les opérations réelles). En donnant un certain crédit au management pour avoir réduit les coûts (réduction des effectifs de 8,5 % au S1 2013) et pour souhaiter poursuivre des cessions, on peut espérer une marge d'EBIT de 3% pour l'ensemble de la société plus durablement. Si jamais la société atteint 480 M de CA grâce à une reprise dans les films, on peut avoir un EBIT durablement supérieur à 14 M.

Ensuite, si la capex reste durablement bas, la société devrait pouvoir générer 5 M tax free par l'excès des amortissements d'immobilisations par rapport au capex.

Reste à déduire les intérêts et les taxes.

Pour les intérêts, le management a bien travaillé pour la réduction des dettes au cours des dernières années. La dette long terme est à taux d'intérêt faible, mais les dettes court terme sont à des taux supérieurs à 12%. Le coût des découverts bancaires est assez élevé, et d'autant plus dans des pays à taux directeurs élevés.

Considérant que :

- L'endettement financier court terme à base de découverts sera environ de 24 M après le remboursement de la partie courante de la dette LT.

- L'endettement long terme (brut hors convertibles) est de 16 M

Ainsi, en termes de sortie de cash pour les intérêts, on peut attendre 3,1 M (un peu moins de 13%) pour les dettes CT et 0,6 M pour les dettes LT, soit un total de 3,7 M par an. Cela ne paraît pas aberrant considérant que l'on a 2,4 M pour le S1 2013 alors que l'on a encore plus de 20 M de portion de dette long terme à régler. Je pense que même mon chiffre est conservateur après poursuite du désendettement.

Ainsi, on aurait un potentiel de génération de FCF pré-taxes de 15,3 M. Reste à calculer l'imposition sur EBIT – Intérêts (11,3 M). Je retiens un taux de taxation d'un tiers, soit une dépense d'impôts de 3,7 M.

On arrive alors à une capacité à générer € 11,6 M après taxes ou 0,49 € par action.

La société cote donc aujourd'hui à un multiple P/FCF (où FCF est un estimé de FCF potentiel post restructuration) de 9. Tenant compte de la nature de l'activité, cela semble assez généreux (je mettrais 8 au mieux, plutôt 6-7). Le marché est apparemment plus optimiste que moi pour le FCF futur.

Remarque 1 : avec 0 dettes financières à long terme et en réduisant les prêts à court terme, on peut arriver à 0,55 € de FCF par action.

Remarque 2 : Considérant la destruction de valeur de la société sur la période étudiée et son faible ROE, on peut sincèrement regretter qu'elle ne se soit pas vendue par parties ou en totalité avant 2008 du point de vue des actionnaires. Cependant, on peut comprendre que le management, qui est aussi actionnaire, souhaite garder son travail. Il n'est peut être pas visionnaire non plus même s'il sait qu'un ROE de 9,6% est très bon pour ce business.

3 – Approche patrimoniale / liquidative

Pour évaluer le risque de downside et/ou le potentiel d'upside sur une société qui cote sous ses fonds propres, il peut être intéressant d'estimer sa valeur de mise en liquidation volontaire.

Prenons simplement le bilan point par point avec le bilan du S1 2013.

Dans les actifs courants, je retiens :

- Cash : 90 %, soit 39M (je retiens 10% pour les restructurations et un peu de capex)
- Créances : 80 %, soit 65 M
- Stocks et en cours : 100% pour les matières premières (réutilisables par les concurrents), 20% pour les produits finis, soit 46,5M

Dans les actifs non courants, je retiens :

- Immobilisations corporelles 20 M pour les terrains et constructions, avec un discount pour les constructions, et 0 pour le reste.
- Participations dans des sociétés associées et coentreprises : 15 M (33% de haircut car Chargeurs a fait des cessions et n'est plus majoritaire dans la plupart de ces coentreprises. Un haircut modéré permet de prendre en compte à la fois le caractère cessible des participations et la perte du contrôle en tant que majoritaire)
- Impôts différés 12,3 M (100%). Je m'attends à la réalisation des impôts différés grâce aux améliorations opérationnelles de la société.
- Actifs destinés à la vente 5,2 M (100%, les ventes devraient se conclure après approbation des autorités chinoises).

On prend ensuite toutes les dettes en ne tenant pas compte des obligations convertibles (dette non cash) : 252,8 M

La différence des deux fait environ -49,8 M. Il ne faut donc pas espérer tirer grand-chose de la mise en liquidation volontaire de la société.

4 – Risques, opportunités et autres remarques

- Le CEO semble plus actif depuis la recapitalisation de 2010.

- Les insiders Eduardo Malone (CEO) et Jérôme Seydoux (millionnaire français, repreneur de la société en 1980 et administrateur) possèdent environ 13% du capital et achètent régulièrement des actions.
- Les actionnaires au nominatif ont des droits de vote doubles après deux ans de détention. Les insiders ont donc 17% des droits de votes et souhaitent manifestement faire monter leur proportion de droits de votes en faisant adopter de telles résolutions en AG.
- Les convertibles auxquels les actionnaires historiques ont souscrit vont permettre à Malone et Seydoux de renforcer leur participation dans la société !
- Toutefois, c'est surtout le CEO (Malone) qui se renforce. Jérôme Seydoux a 79 ans, et sa société Pathé, qui avait 25% du capital, n'en a plus que 7,7%. Il pourrait vouloir vendre ses parts et chercher un acquéreur. En cas de deal, les droits de vote supplémentaires pourraient aider.
- Les cessions de Jérôme Seydoux peuvent toutefois créer une pression vendeuse sur les actions ordinaires. Toutefois, un investisseur à long terme y est indifférent. Le changement de contrôle peut même être une opportunité d'améliorer la gouvernance de la société.
- Etonnant aussi que le management s'active autant depuis 3 ans pour rendre la mariée plus belle en termes de coûts et capex, alors qu'il avait l'air indifférent quelques années auparavant. On essaie de rendre la mariée tellement belle qu'on a des produits de cession (éléments « one-shot » s'il en est) dans les EBIT.
- Pour rejoindre la remarque précédente, la qualité des chiffres publiés dans le compte de résultat est assez faible et l'étude de périodes longues semble vraiment indispensable. En effet, rien qu'au S1 2013, on a un impact positif de + 1,8 M pré-taxes grâce à des provisions moindres qu'au S1 2012. C'est peut-être justifié et on ne peut pas jouer avec cela sur de longues périodes, mais cela mérite d'être signalé lorsqu'une société publie des résultats du même ordre de grandeur que l'impact (ceux qui se fient uniquement aux derniers résultats pour évaluer une société auront été prévenus au moins une fois sur Be Rich Corp ☺).
- Seul le business des films protecteurs semble viable a priori. Il peut avoir une valeur intéressante dans le cadre d'une acquisition par un plus gros industriel, qui peut mutualiser les moyens de production et la force de vente. Il pourrait alors se vendre à une fois son chiffre d'affaires si l'acquéreur parvient à faire une expansion de marge d'EBIT à 8-10%, soit € 180 M (un multiple de mon scénario baseline et près du double de mon scénario bull).
- Il est vraiment difficile de voir l'état des deux autres business dans 10 ans. A priori, ils semblent peu viables.

5 – Valeur pour un acquéreur

Il semblerait par rapport aux remarques qui précèdent et par rapport aux faits historiques que le meilleur destin possible pour Chargeurs serait :

- De vendre son activité films à un industriel plus gros

- De traire la vache sur les autres activités, en minimisant les coûts jusqu'à ce que la société ne soit plus capable de se battre contre les concurrents à moindre coût, par exemple asiatiques (il me semble que cette situation est difficilement évitable).

Avec une acquisition à une fois les ventes actuelles, on peut se dire que Chargeurs Films vaut 180 M, sachant que nous ne sommes pas dans la meilleure des conjonctures en Europe qui représente la majorité des ventes. Les techniques de Chargeurs sont intéressantes pour les entreprises qui traitent le polyéthylène. Je prends ici 0 pour l'activité « laine » et 30 M pour l'activité Interlining. J'obtiens alors une valeur sur le marché privé de € 210 M. En retirant environ 17 M pour la dette nette, **j'arrive à € 193 M ou € 8,1 par action.**

Avec une augmentation du contrôle des insiders en 2016 après échéance des obligations convertibles résultant en distributions d'actions, on peut se dire que le scénario de vente pourrait être exploré.

C'est pour moi le scénario d'upside pour la société, dont la division films vaut substantiellement moins en tant qu'entité indépendante qu'au sein d'un bon conglomérat dans le secteur chimie.

Il sera intéressant de voir si les insiders exercent leur conversion en 2014, ce qui leur permettrait de doubler leurs droits de votes dès 2016. Cela pourrait donner un indice sur leurs intentions, même si cela reste prospectif.

6 – Conclusion

Chargeurs est une holding complexe, avec des activités peu attrayantes au premier abord mais qui recèle un petit joyau pour un acquéreur sur le marché privé : la division films.

Hormis cela, la compagnie est moyennement gérée, et intervient dans deux activités qui me semblent être en déclin séculaire. La compagnie a détruit pas mal de valeur pour ses actionnaires au cours de la dernière décennie.

Depuis 3 ans, on saluera toutefois un effort de réorganisation important résultant en une structure de coûts plus sympathique au niveau de l'OPEX et en un capex bien plus faible. Cela devrait booster la génération de cash de la société dans les années à venir.

Notons **qu'à moins de 3€ en avril, Chargeurs était attractivement pricée par rapport à tous mes scénarios de valorisation.** Dit autrement, le couple risque / retour était extrêmement favorable : c'était une situation à faible risque de perte en capital, avec un potentiel de retour intéressant dans pas mal de scénarios (le

plus intéressant étant la valeur sur le marché privé bien entendu). D'ailleurs, le cours a touché les 6€ cette année pour se stabiliser autour de 4,5 € en décembre.

Notons que l'obligation convertible vous permet d'acheter une action Chargeurs à 4,7 € avant 2016 (ratio de conversion : 27 actions pour une obligation) et de toucher 2 actions supplémentaires en 2015. Considérant les prélèvements sociaux en France, ce seront sans doute 28 actions que vous aurez au lieu de 29, avec la différence payée en cash. Cela devrait permettre de baisser le PRU sous les 4,5 €. Notons qu'en mars-avril, entre 72,5 et 80 €, l'obligation convertible s'échangeait avec un discount d'environ 10% sur l'action. Grâce à cette analyse, je vous aurai également dit au moins une fois de **regarder tous les supports d'investissement disponibles avant d'investir dans une société !** A moins de 2,7 € pour une action Chargeurs, on avait une offre assez intrigante à faible risque et potentiel de retour sur investissement plus que décent dans les différents scénarios envisagés.

J'espère que cette analyse vous a plu et qu'elle vous a apporté de nouvelles perspectives la société. **Et vous, que pensez-vous de Chargeurs ? Seriez-vous prêt à investir dans cette société au cours actuel ?**

Serge