



# Chargeurs

Sociétés holdings / France

## Les acquisitions réussies compensent le ralentissement de la croissance organique

Publication Res./CA - 07/05/2019

Le chiffre d'affaires du T1 2019 a été dominé par les bases de comparaison élevées et les acquisitions réussies

### Actualité

- Le chiffre d'affaires consolidé du T1 2019 a atteint 161,2m€, en hausse de +11,3% en données brutes et en repli de -4,6% lfl.
- La renégociation des conditions financières des Euro PP émis en 2016 et 2017, dont un allongement de la maturité de ceux arrivant à échéance en 2023, renforce la flexibilité financière du groupe en vue de futures acquisitions.
- La direction a confirmé ses prévisions pour 2019 en termes de croissance du chiffre d'affaires et du résultat opérationnel tout tablant sur une solide génération de cash, l'objectif étant d'atteindre 1md€ de chiffre d'affaires à fin 2021.
- Répartition du chiffre d'affaires par secteur d'activité :

In euro millions	First quarter			Change 19/18		Change
	2019	2018	2017	Reported	Like-for-like*	19/17
Protective Films	69.2	74.7	70.9	-7.4%	-9.5%	-2.4%
Fashion Technologies	53.0	33.8	33.6	56.8%	2.4%	57.7%
Technical Substrates	8.1	6.3	6.6	28.6%	-12.7%	22.7%
Luxury Materials	30.9	30.0	32.3	3.0%	1.3%	-4.4%
<b>Chargeurs</b>	<b>161.2</b>	<b>144.8</b>	<b>143.4</b>	<b>11.3%</b>	<b>-4.6%</b>	<b>12.3%</b>

\* Based on a comparable scope of consolidation and at constant exchange rates

### Analyse

La solide progression du CA de + 11,3% en données brutes a été compensée par une contraction décevante de 4,6% lfl. Parce que Chargeurs se focalise sur une croissance rentable, qu'elle soit organique ou acquise, les chiffres publiés sont très satisfaisants notamment face à des bases de comparaison 2018 remarquablement élevées.

Le chiffre d'affaires de son segment le plus important, Protective Films, a reculé de -9,5% (en comparable) en raison des effets de base défavorables liés au T1 2018, d'une conjoncture actuellement moins porteuse en Europe et du ralentissement des commandes en provenance de la Chine, les clients de cette zone attendant l'abaissement du taux de TVA programmé pour le T2. Il paraît clair que le ralentissement de la croissance en Europe, et notamment en Allemagne, a pénalisé l'activité de Protective Films à un moment où les industriels reportent/réduisent leurs commandes en préparation de temps potentiellement plus difficiles. La prudence s'étend également au T2. A la marge, le groupe prépare l'arrivée de ses nouvelles capacités de production orientées "premium" d'ici le S2 2019. Cette mise en route devrait permettre d'augmenter quelque peu le chiffre d'affaires et de défendre les marges. Globalement, les performances de Protective Films au S1 ont surtout été pénalisées par la stagnation de la demande et non par une quelconque faiblesse sur les prix.

Le groupe peut se réjouir du chiffre d'affaires de Fashion Technologies, en hausse de +2,4% pro forma mais en forte hausse grâce à l'intégration de PCC



Jorge VELANDIA

otherfinancials@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

cs.alphavalue.com

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

### Achat

Potentiel: 68,4 %

Cours objectif à 6 mois	30,3 €
Cours	18,0 €
Cap. boursière M€	415
Momentum du cours	<b>DÉFAVORABLE</b>
Extrême 12 mois	15,0 ▶ 25,7
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA


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


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-4,16 %	-1,86 %	-11,5 %	-29,9 %
Autres Financières	-0,78 %	1,96 %	10,7 %	3,13 %
STOXX 600	-1,12 %	-0,33 %	5,86 %	-0,02 %

Dernière maj :	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
21/03/2019				
PER ajusté (x)	19,8	14,9	10,7	9,05
Rendement net (%)	2,95	4,18	4,73	5,01
VE/EBITDA(R) (x)	10,4	8,67	6,87	5,88
BPA ajusté (€)	1,15	1,21	1,68	1,99
Croissance des BPA (%)	5,14	5,50	39,0	18,3
Dividende net (€)	0,67	0,75	0,85	0,90
Chiffre d'affaires (M€)	573	656	833	1 007
Marge opérationnelle coura...	8,55	8,27	8,91	9,49
Résultat net pdg (M€)	26,6	27,8	41,9	53,5
ROE (après impôts) (%)	11,4	11,1	12,9	13,2
Taux d'endettement (%)	17,6	48,9	36,6	33,1

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

Interlining acquise l'été dernier. Les performances du nouvel ensemble sont à la hauteur des attentes en termes de synergies et de prestations offertes aux secteurs de la mode et du luxe, étant présent partout de le monde et se développant en Asie. Pour rappel, relancer l'activité entoilage n'était pas chose gagnée d'avance, Chargeurs y étant parvenu par un repositionnement et des acquisitions. Fashion Technologies pourrait devenir le deuxième plus important contributeur à la croissance de Chargeurs, témoignant de la discipline du groupe en matière d'acquisitions.

Les résultats de la plus petite division, Technical Substrates (dont le britannique Leach), peuvent fortement varier d'un trimestre sur l'autre en fonction des livraisons. La chute du CA pro forma n'est donc pas inquiétante.

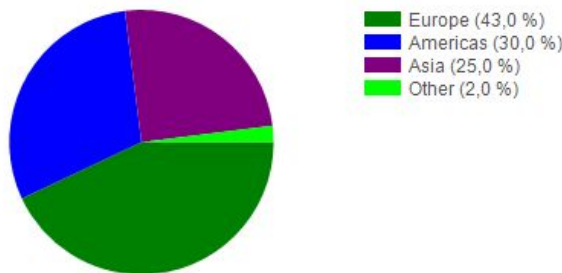
Globalement, l'intégration des acquisitions récentes dans Technical Substrates (Leach au Royaume-Uni) et dans Fashion Technologies (PCC Interlining en Asie) a entraîné un effet de périmètre de 15% sur le chiffre d'affaires du groupe. Afin de poursuivre sa stratégie active de croissance externe, le groupe a renégocié les conditions financières des Euro PP émis en 2016 et 2017 pour les aligner sur celles plus favorables du crédit syndiqué signé en décembre 2018. Ses marges de manœuvre s'en trouvent confortées pour lancer d'importantes acquisitions à forte valeur ajoutée afin de renforcer encore son portefeuille d'activités, l'objectif étant de porter le chiffre d'affaires à plus d'1md€ à fin 2021. Cette renégociation témoigne clairement de la confiance des créanciers dans les capacités de Chargeurs à déployer avec succès ses ambitions en termes de croissance.

Malgré un premier trimestre difficile (largement signalé), le groupe a confirmé ses prévisions pour 2019.

## ■ Impact

Nous réviserons à la marge nos estimations pour tenir compte du contexte plus difficile pour la division Protective Films au S1. L'impact ne sera que marginal sur notre objectif de cours, ce dernier dépendant surtout d'une somme des parties insensible aux chiffres d'affaires trimestriels. Nous maintenons notre recommandation positive sur le titre.

## Géographie du chiffre d'affaires



## Compte d'exploitation consolidé

		12/18A	12/19E	12/20E
Chiffre d'affaires	M€	573	656	833
Croissance du CA	%	7,56	14,4	27,0
Variation des coûts de personnel	%	33,9	12,2	21,1
EBITDA	M€	59,8	67,3	89,2
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>%</b>	<b>10,4</b>	<b>10,3</b>	<b>10,7</b>
Dotations aux amortissements	M€	-10,8	-13,0	-15,0
Résultat opérationnel courant	M€	48,1	51,6	70,7
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€</b>	<b>42,2</b>	<b>45,6</b>	<b>63,7</b>
Résultat financier net	M€	-10,6	-12,5	-15,3
dt serv. des engagts de retraites	M€		-0,13	-0,18
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€			
Impôts sur les sociétés	M€	-5,13	-5,74	-7,02
Mises en équivalence	M€	0,10	0,50	0,50
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€</b>	<b>26,6</b>	<b>27,8</b>	<b>41,9</b>
NOPAT	M€	33,8	36,7	50,1

## Tableau de financement

		12/18A	12/19E	12/20E
EBITDA	M€	59,8	67,3	89,2
Variation du BFR	M€	-22,5	-13,3	-5,00
Dividendes reçus des SME	M€	0,00	0,50	0,50
Impôt payé	M€	-6,00	-5,74	-7,02
Eléments exceptionnels	M€			
Autres cash flow d'exploitation	M€	-8,40	-5,00	-5,00
Cash flow d'exploitation total	M€	22,9	43,7	72,7
Investissements matériels	M€	-24,3	-16,0	-20,0
Flux d'investissement net	M€	-89,6	-86,0	-90,0
Charges financières nettes	M€	-10,6	-12,5	-15,3
Dividendes (maison mère)	M€	-10,8	-15,6	-17,5
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	-11,6	0,00	100
Flux financiers totaux	M€	-43,1	-39,0	42,4
Variation de la trésorerie	M€	-110	-81,3	25,1
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€</b>	<b>-12,0</b>	<b>15,2</b>	<b>37,4</b>

## Données par action

		12/18A	12/19E	12/20E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	23,1	23,0	27,0
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	23,2	23,0	25,0
<b>BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)</b>	<b>€</b>	<b>1,15</b>	<b>1,21</b>	<b>1,68</b>
Actif net réévalué par action	€			
<b>Dividende net par action</b>	<b>€</b>	<b>0,67</b>	<b>0,75</b>	<b>0,85</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	29,8 €	55 %	● Ackermans & van H...
Rendement	28,5 €	20 %	■ Wacker Chemie
DCF	40,9 €	10 %	■ Akzo Nobel
P/E	31,6 €	10 %	■ Solvay
Cours/Actif net comptable	17,5 €	5 %	■ Bolloré
Objectif de cours	30,3 €	100 %	■ GBL
			■ Sonae
			■ Hal Trust

[Calcul NAV/SOTP](#)

## Bilan

		12/18A	12/19E	12/20E
Survaleurs	M€	128	202	248
Total actif incorporel	M€	158	204	250
Immobilisations corporelles	M€	80,7	113	136
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	13,1	15,0	20,0
BFR	M€	41,7	55,0	60,0
Autres actifs courants	M€	23,0	30,0	32,0
Actif total (net des engagements CT)	M€	324	421	504
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€</b>	<b>237</b>	<b>263</b>	<b>388</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	M€	17,4	16,4	17,2
Autres prov. pour risques et charges	M€	0,50	1,00	5,00
Total des prov. pr risques et charges	M€	17,9	17,4	22,2
Charges d'IS	M€	-27,2	-30,0	-30,0
Autres charges	M€	3,50	5,00	5,00
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€</b>	<b>92,2</b>	<b>165</b>	<b>118</b>
Passifs totaux	M€	324	421	504

## Capitaux employés

		12/18A	12/19E	12/20E
Capitaux investis	M€	294	387	467

## Ratios de profits & risques

		12/18A	12/19E	12/20E
<b>ROE (après impôts)</b>	<b>%</b>	<b>11,4</b>	<b>11,1</b>	<b>12,9</b>
Rendement des capitaux investis	%	11,5	9,47	10,7
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>%</b>	<b>17,6</b>	<b>48,9</b>	<b>36,6</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	1,54	2,46	1,33
Couverture des frais financiers	x	4,54	4,21	4,71

## Ratios de valorisation

		12/18A	12/19E	12/20E
<b>PER ajusté</b>	<b>x</b>	<b>19,8</b>	<b>14,9</b>	<b>10,7</b>
Rendement du cash flow disponible	%	-2,29	3,69	7,72
P/ANC	x	2,21	1,56	1,25
<b>Rendement du dividende</b>	<b>%</b>	<b>2,95</b>	<b>4,18</b>	<b>4,73</b>

## Valeur d'entreprise

		12/18A	12/19E	12/20E
Capitalisation boursière	M€	524	412	484
+ Provisions	M€	17,9	17,4	22,2
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	92,2	165	118
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	0,00	0,00	0,00
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€	16,0	16,0	16,0
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	4,00	4,00	4,00
= Valeur d'entreprise	M€	622	583	613
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>10,4</b>	<b>8,67</b>	<b>6,87</b>
VE/CA	x	1,08	0,89	0,74

Analyste : Jorge Velandia, Changements de prévisions : 21/03/2019.