



Chargeurs

Sociétés holdings / France

Bon millésime 2018

Publication Res./CA - 31/01/2019

Dans des marchés mondiaux peu porteurs, Chargeurs a publié un chiffre d'affaires 2018 supérieur aux anticipations et laissant entrevoir un résultat d'exploitation plus fort qu'attendu par le consensus (légèrement supérieur à 48m€ en première estimation). C'est une excellente nouvelle puisque Chargeurs n'a pas renoncé à faire progresser ses dépenses d'investissement et d'exploitation, préparant ainsi le terrain à une nouvelle vague de croissance à la fois rentable et bien ancrée.

Actualité

Le conglomérat industriel a principalement publié un chiffre d'affaires annuel pour 2018 en hausse de 7,6% en publié et de 2,6% à taux de change et périmètre inchangés. Le tableau ci-dessous reprend l'historique de la croissance sur les deux derniers exercices (2016-2018), ce qui permet de rappeler aux investisseurs à quel point 2017 a été une bonne année, base élevée à partir de laquelle Chargeurs a encore amélioré ses performances de Chargeurs.

Chargeurs 2018 full-year sales by business

In euro millions	Twelve months			Change 18 / 17		Change 18 / 16
	2018	2017	2016	reported	like-for-like *	
Protective Films	283.3	281.0	250.3	+0.8%	0.0%	+13.2%
PCC Fashion Technologies	161.1	131.2	132.0	+22.8%	+6.9%	+21.8%
Technical Substrates	30.7	25.8	24.6	+19.0%	-5.4%	+24.8%
Luxury Materials	98.2	95.0	99.5	+3.4%	+6.4%	-1.3%
Chargeurs	573.3	533.0	506.4	+7.6%	+2.6%	+13.2%

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

En outre, Chargeurs a donné une première estimation de son résultat opérationnel récurrent 2018 qui, à "plus de 48m€" annoncé à 48,8m€ (avec une augmentation de 10% également mentionnée), constitue également une bonne performance. Les comptes annuels seront publiés le 12 mars prochain.

Analyse

Compte tenu des marchés peu porteurs, d'une évolution dommageable du dollar américain et des effets de base défavorables (liés à 2017), la répartition du chiffre d'affaires et les commentaires du groupe laissent entrevoir de très bonnes performances.

La conclusion implicite est que Chargeurs est loin d'avoir atteint un quelconque plateau et absorbe bien les coûts préparatoires à une nouvelle vague de croissance.

Par secteur, la faiblesse de la croissance observée dans la principale activité (Protective Films/CPF) est avant tout liée à un retour à un cycle normal des affaires. Redoutant des pénuries de capacité, nombre de clients avaient constitué des stocks en 2017. Un déstockage est donc intervenu en 2018, et ce alors que le dollar s'est déprécié d'environ 8% (principalement au S2). La poursuite des efforts de CPF pour promouvoir des produits à plus forte valeur ajoutée et l'investissement dans de nouveaux procédés de fabrication constituent une base très solide pour 2019.

Comme déjà signalé, la performance de Fashion Technologies constitue l'excellente nouvelle de l'année avec un chiffre d'affaires pro forma en hausse de



Pierre-Yves GAUTHIER
 otherfinancials@alphavalue.eu
 +33 (0) 1 70 61 10 50
 cs.alphavalue.com

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

Achat

Potentiel: 48,1 %

Cours objectif à 6 mois	29,3 €
Cours	19,8 €
Cap. boursière M€	461
Momentum du cours	BON
Extrême 12 mois	15,0 ▶ 26,7
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA



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



Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	2,33 %	17,6 %	8,94 %	-26,2 %
Autres Financières	1,66 %	6,71 %	2,27 %	-7,42 %
STOXX 600	1,02 %	6,18 %	0,84 %	-9,49 %

Dernière maj : 29/06/2018	12/17A	12/18E	12/19E	12/20E
PER ajusté (x)	20,1	17,0	12,0	11,1
Rendement net (%)	2,74	3,09	4,05	4,56
VE/EBITDA(R) (x)	9,22	9,82	7,21	6,62
BPA ajusté (€)	1,09	1,33	1,65	1,77
Croissance des BPA (%)	0,02	22,2	23,7	7,79
Dividende net (€)	0,60	0,70	0,80	0,90
Chiffre d'affaires (M€)	533	567	657	688
Marge opérationnelle coura...	8,33	8,54	9,11	9,35
Résultat net pdg (M€)	25,2	31,0	38,4	41,4
ROE (après impôts) (%)	11,0	13,0	14,9	15,0
Taux d'endettement (%)	-2,24	10,6	23,0	19,9

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

7%, et ce alors que l'intégration de PCC (à partir d'août dernier) devrait améliorer significativement le modèle économique d'une division qui désormais justifie amplement son appellation. En moins de trois ans, la direction de Chargeurs aura complètement relancé ce qui semblait être un actif obsolète ne pouvant plus générer la moindre croissance. En 2019, Fashion Technologies pourrait être le principal contributeur à la croissance du chiffre d'affaires du groupe en combinant effet périmètre et croissance interne soutenue.

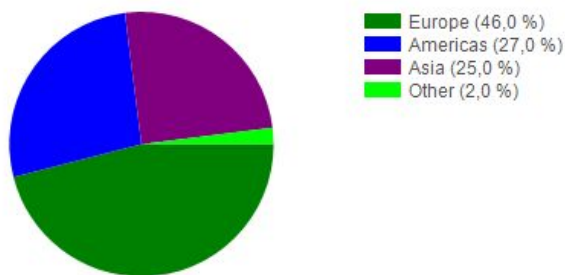
Les ventes de substrats techniques sont en partie liées à de gros contrats, de sorte que la croissance à taux de change et périmètre inchangés peut être instable. La division va de toute façon se développer par le biais d'acquisitions. Le groupe a confirmé ses ambitions plus tôt en janvier en nommant une nouvelle direction au cahier des charges ambitieux prévoyant de porter l'ensemble du chiffre d'affaires à 100m€ d'ici 2021. Une telle performance serait remarquable.

La stagnation du chiffre d'affaires de la division Luxury Materials importe moins, sa contribution au résultat net étant encore modeste et l'activité étant de toute façon faiblement exposée en capital. L'enjeu est de donner corps au nom prometteur de la division en améliorant le suivi de la qualité de la laine. Les efforts déployés sur une longue période semblent enregistrer de premiers succès.

■ Impact

Le chiffre d'affaire 2018 constitue une bonne surprise. Nous attendrons la publication de l'ensemble des résultats 2018 pour revoir notre modèle et relever nos prévisions. Le principal problème sera d'intégrer une sorte de prime de valorisation reflétant le succès sur deux fronts : l'exploitation au mieux des actifs existants avec le soutien de toutes les parties prenantes et l'acquisition d'un surplus de croissance à des prix raisonnables. Combiner les deux est un exercice difficile, réussi à ce jour. So far so good.

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé		12/17A	12/18E	12/19E
Chiffre d'affaires	M€	533	567	657
Croissance du CA	%	5,25	6,42	15,8
Variation des coûts de personnel	%	12,0	5,91	5,85
EBITDA	M€	54,6	60,0	72,8
Marge d'EBITDA(R)	%	10,6	10,9	11,3
Dotations aux amortissements	M€	-10,2	-11,5	-13,0
Résultat opérationnel courant	M€	44,4	48,5	59,8
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	38,5	43,5	54,8
Résultat financier net	M€	-8,50	-9,10	-9,50
dt serv. des engagts de retraites	M€		-0,10	-0,13
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€			
Impôts sur les sociétés	M€	-4,00	-3,84	-7,46
Mises en équivalence	M€	-0,80	0,50	0,50
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Résultat net ajusté, pdg	M€	25,2	31,0	38,4
NOPAT	M€	30,3	34,5	42,5

Tableau de financement

EBITDA	M€	54,6	60,0	72,8
Variation du BFR	M€	-6,70	1,26	-1,16
Dividendes reçus des SME	M€	0,80	0,80	0,50
Impôt payé	M€	-7,00	-3,84	-7,46
Eléments exceptionnels	M€			
Autres cash flow d'exploitation	M€	-4,30	-5,00	-5,00
Cash flow d'exploitation total	M€	37,4	53,2	59,7
Investissements matériels	M€	-12,9	-26,0	-21,0
Flux d'investissement net	M€	-17,9	-97,4	-31,0
Charges financières nettes	M€	-8,50	-9,10	-9,50
Dividendes (maison mère)	M€	-13,8	-14,0	-16,3
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	7,20	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	31,3	-37,3	-36,7
Variation de la trésorerie	M€	54,1	-81,5	-7,97
Cash flow disponible (avant div)	M€	16,0	18,1	29,2

Données par action

Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	23,3	23,3	23,3
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	23,1	23,3	23,3
BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)	€	1,09	1,33	1,65
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,60	0,70	0,80

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	30,7 €	55 %	Ackermans & van H...
Rendement	22,1 €	20 %	Wacker Chemie
DCF	34,8 €	10 %	Akzo Nobel
P/E	36,9 €	10 %	Solvay
Cours/Actif net comptable	15,8 €	5 %	Bolloré
Objectif de cours	29,3 €	100 %	GBL
			Sonae
			Hal Trust

Calcul NAV/SOTP

Bilan		12/17A	12/18E	12/19E
Survaleurs	M€	86,2	151	156
Total actif incorporel	M€	88,3	153	158
Immobilisations corporelles	M€	63,2	85,0	90,0
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	11,7	12,0	15,0
BFR	M€	21,1	19,8	21,0
Autres actifs courants	M€	24,0	27,0	30,0
Actif total (net des engagements CT)	M€	211	300	318
Capitaux propres part du groupe	M€	230	248	266
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	M€	16,4	14,6	14,8
Autres prov. pour risques et charges	M€	0,70	1,00	1,00
Total des prov. pr risques et charges	M€	17,1	15,6	15,8
Charges d'IS	M€	-30,3	-30,0	-30,0
Autres charges	M€	3,10	5,00	5,00
Endettement net / (trésorerie)	M€	-8,90	61,3	61,3
Passifs totaux	M€	211	300	318

Capitaux employés

Capitaux investis	M€	196	282	296
-------------------	----	-----	-----	-----

Ratios de profits & risques

ROE (après impôts)	%	11,0	13,0	14,9
Rendement des capitaux investis	%	16,0	12,7	14,8
Ratio d'endettement	%	-2,24	10,6	23,0
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	0,05	1,19	0,98
Couverture des frais financiers	x	5,07	5,23	6,16

Ratios de valorisation

PER ajusté	x	20,1	17,0	12,0
Rendement du cash flow disponible	%	3,13	3,42	6,34
P/ANC	x	2,22	2,13	1,73
Rendement du dividende	%	2,74	3,09	4,05

Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	M€	511	529	461
+ Provisions	M€	17,1	15,6	15,8
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	-8,90	61,3	61,3
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	11,9	11,9	11,9
- 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€	519	606	537
VE/EBITDA(R)	x	9,22	9,82	7,21
VE/CA	x	0,97	1,07	0,82

Analyste : Pierre-Yves Gauthier, Changements de prévisions : 29/06/2018.