



Chargeurs

Sociétés holdings / France

Confirmation des objectifs stratégiques malgré un exercice 2019 mitigé

Publication Res./CA - 09/03/2020

Malgré un environnement commercialement moins porteur pour la division Protective Films, les résultats 2019 ont été solides en matière de génération de cash. L'attention portée par la direction au développement d'une base de profit diversifiée s'est traduite par de fortes contributions des divisions Fashion Technologies et Museum Solutions au résultat opérationnel du groupe. Après une année d'investissements record dans cadre du programme de transformation, Chargeurs s'attend désormais à récolter les fruits de ses efforts dès 2020.

Actualité

Chargeurs a publié des résultats annuels pour 2019 légèrement inférieurs à nos prévisions en termes de résultat opérationnel récurrent (41,4m€), les performances de la division Protective Films ayant été affectées par un mix géographique moins favorable et une contraction de la demande sur les principaux marchés que sont la Chine et l'Allemagne. Néanmoins, les performances commerciales des deux autres piliers de la croissance (Fashion Technologies et Museum Solutions) ont soutenu les résultats du groupe, reflétant l'orientation stratégique de la direction visant à développer une base de profit diversifiée.

Le compte de résultat communiqué par le groupe et résumé par le tableau ci-dessous donne une image claire des dynamiques à l'œuvre expliquant les résultats 2019.

In euro millions	2019	2018	Change	Comments
Revenue	626,2	573,3	+52,9 +9,2%	-1,2% like-for-like in a volatile environment, particularly for CFF in Germany and China
Gross profit	167,0	154,3	+12,7 +8,2%	Gross profit kept at a high level as a result of the premiumization strategy
Gross profit as a % of revenue	26,7%	26,9%		
EBITDA	66,0	59,8	+6,2 +10,4%	Application of IFRS 16 (+€7.0m); peak of growth open
EBITDA as a % of revenue	10,5%	10,4%		
Depreciation and amortization	-18,6	-10,8	-7,8	Sustained investment strategy, including CFF's premium coating line; impact of IFRS 16: €6.5m
Recurring operating profit	41,4	41,0	+0,4	More volatile climate in Germany and China; ramp-up of growth open
Recurring operating profit as a % of revenue	6,6%	7,2%		
Operating profit	31,9	32,2	-0,3	Effect of the temporary decrease in ROP and of the mechanical increase of the amort. of intangible assets linked to acquisitions
Finance costs, net	-9,8	-8,9	-0,9	Full-year effect of the syndicated loan and the new financing arrangements set up in 2018 and early 2019
Other financial income and expense	-1,7	-1,7	0,0	Impairment of financial assets; impact of IFRS 16: €1,0m
Net financial expense	-11,5	-10,6	-0,9	
Income tax expense	-4,9	-5,1	+0,2	Less lost carry forward used and activated in 2019 vs 2018
Share of profits/(loss) of equity-accounted investees	-0,4	-0,1	-0,5	Impact of CLM equity-accounted investees
Profit for the period	15,1	26,6	-11,5	

Bien que la marge opérationnelle n'ait pas atteint le niveau record de 2018, la génération de trésorerie provenant des activités a été soutenue, excédant nos attentes à 38,7m€. La trésorerie nette a également fortement progressé par rapport à 2018 (25,5m€ contre 14,4€), le BFR ayant diligemment diminué grâce à la réussite d'un programme d'actions à l'échelle du groupe.

Au niveau du bilan, la dette nette du groupe a augmenté pour atteindre 122,4m€, le programme de transformation « Game Changers » ayant conduit à un pic d'investissement. Chargeurs prévoit de récolter les fruits de ses efforts dès 2020. La solidité de la génération de trésorerie et l'état actuel du bilan permettent au groupe de proposer un dividende de 0,40€ par action pour 2019, en ligne avec à sa stratégie.



Jorge VELANDIA

otherfinancials@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

cs.alphavalue.com

Cette analyse a été commandée et financée par l'entreprise concernée et constitue donc un avantage non-monnaire mineur tel que défini par MIFID2

Achat	Potentiel: 130 %
Cours objectif à 6 mois	29,8 €
Cours	13,0 €
Cap. boursière M€	299
Momentum du cours	NÉGATIF
Extrême 12 mois	13,0 ▶ 21,0
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA


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


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-10,2 %	-25,4 %	-14,7 %	-38,2 %
Autres Financières	-0,95 %	-10,5 %	-4,66 %	13,0 %
STOXX 600	-2,36 %	-13,4 %	-9,95 %	-2,31 %

Dernière maj : 28/01/2020	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
PER ajusté (x)	16,9	22,3	10,1	8,05
Rendement net (%)	3,46	4,14	6,56	6,94
VE/EBITDA(R) (x)	9,11	10,4	6,11	5,18
BPA ajusté (€)	1,15	0,81	1,28	1,61
Croissance des BPA (%)	5,33	-29,1	57,9	25,5
Dividende net (€)	0,67	0,75	0,85	0,90
Chiffre d'affaires (M€)	573	631	776	973
Marge opérationnelle coura...	8,55	7,03	8,39	8,89
Résultat net pdg (M€)	26,6	18,7	32,0	43,4
ROE (après impôts) (%)	11,4	7,63	10,2	11,0
Taux d'endettement (%)	17,6	52,7	40,4	36,4

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

■ Analyse

Les conditions de marché difficiles qui ont caractérisé 2019 ont constitué un véritable test de la pertinence de l'objectif de la direction de réinventer les activités du groupe et d'assurer sa croissance par des acquisitions stratégiques. Il semblerait que cette stratégie ait jusqu'à présent fonctionné. La dernière acquisition en date de Chargeurs a permis de faire d'une activité apparemment conventionnelle (les substrats techniques) le troisième moteur de la croissance du groupe, en ciblant une niche non conventionnelle à fort potentiel (les services aux musées). En 2020, le chiffre d'affaires de la division désormais nommée Museum Solutions devrait atteindre 100m€.

Si l'impact de la crise liée au COVID-19 est limité, la direction reste prudente

Cette diversification devient d'autant plus cruciale que l'épidémie de COVID-19 se prolonge, augmentant encore l'incertitude, exacerbant la volatilité des marchés et ayant un impact sur la demande pour les produits et services de Chargeurs. La direction a clairement abordé le sujet dans son communiqué de presse sur ses résultats, indiquant qu'au stade actuel, l'impact sur son activité avait été limité, n'enregistrant aucune rupture d'approvisionnement alors que l'ensemble de ses usines hors de Chine fonctionnaient comme d'habitude.

En ce qui concerne la situation en Chine, la direction a évoqué un « taux d'activité » supérieur à 80% de la normale. Alors qu'il est évidemment encore trop tôt pour mesurer l'ensemble des conséquences de la crise liée au COVID-19, la direction reste prudente concernant 2020.

Protective Films : augmentation des capacités de production de haute technologie pour relancer la croissance

Même si l'impact des tensions commerciales sino-américaines s'est dissipé dans le courant du second semestre, la vache à lait de Chargeurs a connu un exercice 2019 difficile. L'impact sur la demande en Chine au cours du premier semestre et en Allemagne tout au long de l'année a pesé sur la marge de la division. Le mix produit dans ces pays étant assez rentable par rapport aux autres marchés, la dégradation du mix géographique explique en partie la contraction de la marge opérationnelle en 2019.

L'augmentation des coûts liés au lancement et à la mise en service d'une nouvelle chaîne de production sophistiquée en Italie est l'autre facteur qui a pesé sur la marge. Cette nouvelle ligne augmentera les capacités de production à l'échelle mondiale de pas moins de 20%, un niveau semblant justifié au regard du carnet de commandes prometteur pour 2020. Elle s'inscrit également dans la logique de l'amélioration de l'offre de produits et la montée en gamme visées par la transformation de l'activité définie dans le cadre du programme "Game Changers".

In euro millions	Twelve months			Change 19/18		Change 19/15
	2019	2018	2015	reported	like-for-like ⁽²⁾	
Revenue	278.1	283.3	227.2	-1.8%	-3.4%	+22.4%
EBITDA	33.1	39.4	26.8	-16.0%		+23.5%
as a % of revenue	11.9%	13.9%	11.8%			
Recurring operating profit ⁽²⁾	23.6	33.0	21.8	-28.5%		+8.3%
as a % of revenue	8.5%	11.6%	9.6%			

Fashion Technologies : tire toujours profit du succès de l'intégration de PCC

Grâce à l'intégration réussie de PCC, la division a connu une autre très bonne année. Malgré les effets défavorables de la dévaluation du peso argentin et de l'augmentation de l'opex liée à la stratégie de premiumisation, la marge est restée solide à 8,5%. Parmi ces investissements figure le développement d'une offre de

produits « verts » pour répondre aux besoins des marques de la « fast-fashion ».

Cette décision intervient à un moment crucial, ces marques s'empressant d'intégrer des matériaux éco-responsables dans leurs chaînes de valeur afin d'atténuer l'impact environnemental majeur du secteur de la mode rapide. Cette offre à forte valeur ajoutée ne peut qu'améliorer les marges. Compte tenu de l'augmentation du chiffre d'affaires résultant de l'intégration de PCC Interlining, la division pourrait donc supplanter Protective Films en tant que principale vache à lait de Chargeurs.

In euro millions	Twelve months			Change 19/18		Change 19/15
	2019	2018	2015	reported	like-for-like ⁽²⁾	
Revenue	210.6	161.1	157.5	+30.7%	+0.7%	+33.7%
EBITDA	24.1	17.9	9.6	+34.6%		+151.0%
as a % of revenue	11.4%	11.1%	6.1%			
Recurring operating profit ⁽¹⁾	17.5	14.8	5.5	+18.2%		+218.2%
as a % of revenue	8.3%	9.2%	3.5%			

Museum Solutions : un exemple de transformation prête à l'emploi

Sous sa forme précédente, l'ancienne division Technical Substrates était principalement une affaire industrielle conventionnelle. Avec l'acquisition du britannique Leach en 2018, elle s'est étonnement transformée en une plateforme de solutions intégrées pour les musées et les expositions. Le revirement stratégique vers ce créneau non conventionnel à forte croissance a été confirmé fin 2019 avec l'acquisition de D&P Incorporated, le leader américain du segment.

Concernant les résultats 2019, la croissance du chiffre d'affaires s'explique essentiellement par l'intégration de Leach et, dans une moindre mesure, par la consolidation des résultats de Design PM et de MET Studio qui s'associeront à D&P et Hypsos (acquisition en cours) pour offrir un savoir-faire haut de gamme pour les musées et les expositions se focalisant sur une « expérience visiteur » de plus en plus vitale. Selon Chargeurs, la croissance des pays émergents pourrait également fortement soutenir les performances de la division. Le groupe table sur un taux de marge opérationnelle des activités normatif supérieur à 10% en 2020, le chiffre d'affaires excédant le seuil des 100m€ bien plus tôt que prévu.

In euro millions	Twelve months			Change 19/18		Change 19/15
	2019	2018	2015	reported	like-for-like ⁽²⁾	
Revenue	37.3	30.7	20.3	+21.5%	+2.3%	+83.7%
EBITDA	4.5	5.1	4.1	-11.8%		+9.8%
as a % of revenue	12.1%	16.6%	20.2%			
Recurring operating profit ⁽¹⁾	2.8	4.0	3.6	-30.0%		-22.2%
as a % of revenue	7.5%	13.0%	17.7%			

Luxury Materials : mérite enfin son nom ?

Compte tenu de l'évolution de l'activité historique liée à la laine de Chargeurs, le changement de nom de la division rebaptisée « Luxury Materials » s'est avéré très judicieux. L'étiquette pesante se rapportant au luxe a probablement été méritée, la transformation de l'activité (à peu de frais selon la direction) vers une montée en gamme semblant avoir porté ses fruits. Dans le monde de la mode durable, l'accent mis sur les « fibres traçables » est devenu une tendance majeure. Dans la chaîne de valeur, Chargeurs a ainsi pu se rapprocher des marques de luxe qui utilisent leurs produits et délaisser les filateurs de laine (longtemps la clientèle historique). Si sa rentabilité reste plutôt modeste, nous trouvons la proposition de valeur néanmoins séduisante.

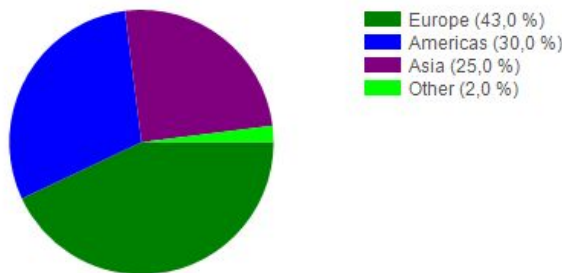
In euro millions	Twelve months			Change 19/18		Change 19/15
	2019	2018	2015	reported	like-for-like ⁽²⁾	
Revenue	100.2	98.2	93.7	+2.0%	+1.0%	+6.9%
EBITDA	2.8	2.7	2.6	+3.7%		+7.7%
as a % of revenue	2.8%	2.7%	2.8%			
Recurring operating profit ⁽¹⁾	2.7	2.7	2.5	+0.0%		+6.2%
as a % of revenue	2.6%	2.7%	2.7%			

■ Impact

Nous intégrerons les résultats 2019 dans notre modèle et prolongerons nos estimations pour 2022. Le chiffre d'affaires 2019 n'est que légèrement inférieur à nos prévisions. Compte tenu de la volatilité des marchés, il s'agit d'une performance globalement satisfaisante. Nous allons réviser à la baisse nos prévisions en termes de marges opérationnelles de la division Protective Films. Alors que l'épidémie de COVID-19 se prolonge, les marchés chinois et allemand, très rentables, devraient en effet rester mal orientés.

D'autre part, nous relèverons nos attentes pour la division Museum Solutions, la direction se montrant confiante alors qu'elle s'est fixée pour objectif de porter la marge opérationnelle récurrente au-delà de 10% en 2020. Nous restons confiants concernant les perspectives à long terme du groupe, étant rassurés par la capacité de la direction à transformer ses principales activités et à parvenir à des positions de leader sur ses marchés respectifs grâce à des acquisitions stratégiques et à une concentration sur les offres à forte valeur ajoutée.

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

		12/18A	12/19E	12/20E
Chiffre d'affaires	M€	573	631	776
Croissance du CA	%	7,56	10,1	23,0
Variation des coûts de personnel	%	33,9	11,5	20,4
EBITDA	M€	59,8	57,2	80,1
Marge d'EBITDA(R)	%	10,4	9,06	10,3
Dotations aux amortissements	M€	-10,8	-12,8	-15,0
Résultat opérationnel courant	M€	48,1	42,4	61,6
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	42,2	31,5	49,6
Résultat financier net	M€	-10,6	-12,2	-15,3
dt serv. des engagts de retraites	M€	-0,30	-0,14	-0,22
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€			
Impôts sur les sociétés	M€	-5,08	-1,05	-2,80
Mises en équivalence	M€	0,10	0,50	0,50
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Résultat net ajusté, pdg	M€	26,6	18,7	32,0
NOPAT	M€	34,0	30,3	43,8

Tableau de financement

		12/18A	12/19E	12/20E
EBITDA	M€	59,8	57,2	80,1
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	-1,05	-2,80
Eléments exceptionnels	M€			
Autres cash flow d'exploitation	M€	-8,40	-5,00	-5,00
Cash flow d'exploitation total	M€	22,9	38,3	67,8
Investissements matériels	M€	-24,3	-20,0	-17,0
Flux d'investissement net	M€	-90,3	-90,0	-87,0
Charges financières nettes	M€	-10,6	-12,2	-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€	-10,2	0,00	100
Flux financiers totaux	M€	-42,6	-38,0	62,4
Variation de la trésorerie	M€	-110	-89,7	43,3
Cash flow disponible (avant div)	M€	-12,0	6,11	35,5

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
BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)	€	1,15	0,81	1,28
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,67	0,75	0,85

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	31,1 €	55 %	● Ackermans & van H...
Rendement	25,9 €	20 %	● Wacker Chemie
DCF	40,2 €	10 %	● AkzoNobel
P/E	25,8 €	10 %	● Solvay
Cours/Actif net comptable	17,6 €	5 %	● Bolloré
Objectif de cours	29,8 €	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
Capitaux propres part du groupe	M€	237	253	376
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	M€	17,4	17,6	17,8
Autres prov. pour risques et charges	M€	0,50	1,00	5,00
Total des prov. pr risques et charges	M€	17,9	18,6	22,8
Charges d'IS	M€	-27,2	-30,0	-30,0
Autres charges	M€	3,50	5,00	5,00
Endettement net / (trésorerie)	M€	92,2	175	129
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
ROE (après impôts)	%	11,4	7,63	10,2
Rendement des capitaux investis	%	11,6	7,81	9,39
Ratio d'endettement	%	17,6	52,7	40,4
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	1,54	3,05	1,61
Couverture des frais financiers	x	4,67	3,55	4,12

Ratios de valorisation

		12/18A	12/19E	12/20E
PER ajusté	x	16,9	22,3	10,1
Rendement du cash flow disponible	%	-2,69	1,47	10,2
P/ANC	x	1,88	1,64	0,93
Rendement du dividende	%	3,46	4,14	6,56

Valeur d'entreprise

		12/18A	12/19E	12/20E
Capitalisation boursière	M€	447	416	349
+ Provisions	M€	17,9	18,6	22,8
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	92,2	175	129
+ 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€	545	597	489
VE/EBITDA(R)	x	9,11	10,4	6,11
VE/CA	x	0,95	0,95	0,63

Analyste : Jorge Velandia, Changements de prévisions : 28/01/2020.