



Chargeurs

Sociétés holdings / France

S1 : Reprise de la croissance organique et des perspectives plus favorables

Publication Res./CA - 18/09/2019

Le rétablissement de la croissance organique au deuxième trimestre, ainsi que l'ouverture d'une ligne de production sophistiquée dans l'activité des Films de Protection ont ouvert la voie à un redressement de l'exercice au deuxième semestre. L'engagement continu de Chargeurs sur une croissance rentable laisse entrevoir des perspectives optimistes pour 2020, en vue d'atteindre un chiffre d'affaires d'un milliard d'euros d'ici 2021.

Actualité

- Le chiffre d'affaires consolidé de Chargeurs s'établit à 326,1 M€ au S1 19, en hausse de +13,6% en données brutes et de -1,9% en données comparables. Les acquisitions réalisées en 2018, notamment PCC et Leach, ont largement contribué à l'augmentation des ventes au premier semestre.
- L'EBITDA à 32,5 M€, est en hausse de + 6,2 % dont un effet IFRS16 de + 3,3 M€. Sur une base comparable, l'EBITDA est donc en baisse de 4,6% d'une année sur l'autre. Pour autant la génération de trésorerie reste appréciable, à 22,8 M€ (+ 5,1 %).
- L'augmentation des charges consécutives aux acquisitions et l'impact de marchés conjoncturellement défavorables en Chine et en Allemagne pour l'activité Films de Protection ont pesé sur le résultat opérationnel courant qui revient à 22,7 M€ en baisse de 2,1 M€.
- Chargeurs maintient objectif de chiffre d'affaires 2021 de 1 milliard d'euros et publie pour la première fois ses prévisions pour 2020 soit un chiffre d'affaires de 750 à 800 M€ incluant les acquisitions à venir. Le groupe prévoit une marge opérationnelle courante supérieure à celle de l'exercice 2017 (8,3 %) pour l'exercice 2019 (le niveau 2018 étant considéré comme exceptionnel) et a pour objectif d'atteindre > 10 % en 2022.
- Michael Fribourg, le PDG, a confirmé son engagement à long terme via son contrôle de Columbus Holding, actionnaire de référence de Chargeurs avec une participation de 27,6% et une stratégie de dividende volontariste (acompte fixé à 0,2 euro).
- Répartition du chiffre d'affaires par activité :

In euro millions	H1 2019	H1 2018	Change 19/18	
			Reported	lfl(1)
Protective Films	142.1	150.0	-5.3%	-7.1%
PCC Fashion Technologies	107.7	68.8	+56.5%	+2.3%
Technical Substrates	18.0	14.8	+21.6%	-2.0%
Luxury Materials	58.2	53.5	+8.8%	+7.5%
Chargeurs	326.1	287.1	+13.6%	-1.9%

(1) like-for-like: based on a comparable scope of consolidation and at constant exchange rates

Analyse

Le crédo de Chargeurs est une croissance rentable, qu'elle soit organique ou acquise. Les chiffres publiés au S1 2019 face à des bases de comparaison 2018 remarquablement élevées sont très satisfaisants dans la poursuite de cette ambition.



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: 83,5 %
Cours objectif à 6 mois	31,0 €
Cours	16,9 €
Cap. boursière M€	391
Momentum du cours	DÉFAVORABLE
Extrême 12 mois	14,7 ▶ 22,2
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA



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



Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	6,55 %	8,05 %	-5,16 %	-21,4 %
Autres Financières	1,58 %	5,51 %	7,47 %	14,9 %
STOXX 600	0,75 %	5,33 %	2,87 %	2,91 %

Dernière maj : 22/05/2019	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
PER ajusté (x)	19,4	14,0	10,1	8,84
Rendement net (%)	3,01	4,43	5,02	5,32
VE/EBITDA(R) (x)	10,2	8,39	6,57	5,74
BPA ajusté (€)	1,15	1,21	1,68	1,91
Croissance des BPA (%)	5,33	5,31	39,0	14,0
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	9,22
Résultat net pdg (M€)	26,6	27,8	41,9	51,6
ROE (après impôts) (%)	11,4	11,2	13,0	12,7
Taux d'endettement (%)	17,6	50,7	37,4	32,6

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

Il était inévitable que le ralentissement de l'économie européenne, notamment en Allemagne, ainsi que la guerre commerciale avec la Chine, rattrapent l'activité Films de Protection de Chargeurs. Dans cette conjoncture économique, les industriels reportent/réduisent leurs commandes (carnets très courts) en préparation de temps potentiellement plus difficiles. Ces fluctuations trimestrielles de la demande cachent un ensemble plus complexe de décisions de gestion qui visaient à préparer le groupe au lancement de capacités supplémentaires et, parallèlement, à accroître la spécialisation des sites de production existants. Cela a réduit la capacité disponible en décidant ici et là de ne pas toujours servir les segments à faible valeur de la demande. Ces contraintes du S1-2019 sont derrière alors le démarrage en avance de calendrier de nouvelles capacités très performantes destinées au marché haut de gamme place l'entreprise sur une voie de croissance rentable très prometteuse.

Globalement, le premier semestre de l'activité Films de protection a plus souffert d'une baisse à court terme de la demande et de la capacité à servir les clients que d'une pression sur les prix. Les Films de Protection semble devoir longtemps rester le cash cow du groupe en dépit des succès des autres branches. L'activité Films de Protection entend rester à la pointe de l'industrie en termes d'innovation, afin de tirer tout le parti d'une demande soutenue des clients finaux pour des produits parfaits (d'où le besoin de protection dans toutes les étapes de fabrication) tout en affichant des progrès spectaculaires en matière de limitation des émissions (zéro émission sur les dernières capacités nouvelles).

Alors que les investisseurs ont tendance à consacrer trop d'attention aux fluctuations trimestrielles dans le secteur des films de protection, le fait marquant du premier semestre restera la refonte complète de l'activité textile rebaptisée Fashion Technologies. L'acquisition en 2018 de PCC porte ses fruits avec une hausse de 35 % du bénéfice d'exploitation. Cette situation est entièrement attribuable à l'apport d'activités. Il se confirme ainsi que des acquisitions même substantielles bien pensées et bien préparées sont immédiatement rentables. Pour rappel, la nouvelle dénomination PCC Fashion Technologies souligne l'intention stratégique de servir l'industrie de la mode par opposition au fait d'être seulement un fournisseur d'entoilage de qualité (métier historique).

Un autre élément qui mérite d'être mentionné est le potentiel commercial étonnant que l'unité Technical Substrates ait mis à jour sur le marché des musées pour ses écrans rétroéclairés de haute qualité. Une activité envisagée comme secondaire semble désormais majeure, car les musées ont pour intérêt d'être toujours plus nombreux et de réinventer leur design et leurs axes de marketing. Les premiers contrats avec Le Louvre constituent évidemment un label de qualité à l'échelle planétaire pour cette l'industrie. La division est en train de finaliser trois petites acquisitions qui ouvrent encore davantage la porte de l'activité muséale en tant que prestataire de services de design.

Ambitions d'autofinancement à court terme

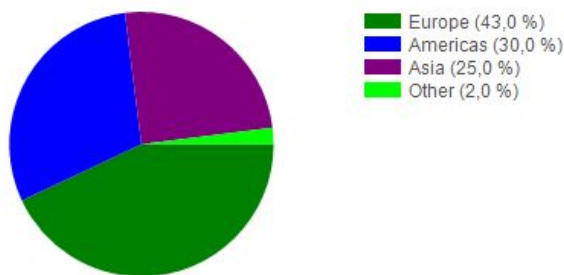
L'objectif ambitieux d'atteindre 1 milliard d'euros de chiffre d'affaires en 2021 (mais 2022 en année pleine) et une marge EBIT sous-jacente de 10% a été fermement réaffirmé et semble de plus en plus... à portée de main. Le groupe a confirmé sa puissance de feu en remodelant les engagements de lignes de crédit à long terme de ses banques et de ses prêteurs afin d'être libre de ses ressources lorsqu'il aura finalisé ses nombreuses discussions en cours. Pour rappel, Chargeurs a démontré sa capacité à acheter à bas prix (moins de 7 fois l'EBIT). En partie parce que les dirigeants-fondateurs vendeurs sont heureux de s'associer à un partenaire avec un vrai message de croissance dans le respect d'une industrie.

Il semble également que les quatre branches existantes offrent un potentiel de croissance de résultats plus que suffisant pour qu'il n'y ait pas besoin d'une acquisition importante et plus risquée qui ajouterait un cinquième métier. Cette croissance raisonnable pourrait être financée en partie par les marchés de la dette, y compris hybride, la respectabilité du groupe étant désormais bien établie, de sorte que nous pourrions envisager de revoir le séquençement d'une augmentation de capital, que nous avons anticipée comme nécessaire pour éviter un bilan trop tendu.

■ Impact

Nous devons réduire notre BNPA 2019 en raison du ralentissement de la demande en Allemagne et en Chine au premier semestre, ce qui constituera un contexte plus difficile pour la division de Films de protection, mais le travail sous-jacent visant à préparer la croissance à long terme sur différents métiers (notamment CFT et CTS) est exceptionnel. Ces ajustements devraient avoir un impact marginal sur notre cours objectif qui est dominé par un actif net réévalué qui est lui-même peu affecté par les revenus trimestriels. Nous maintenons notre opinion positive sur le titre et confirmons notre recommandation d'achat.

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	11,5	20,4
EBITDA	M€	59,8	67,3	89,2
Marge d'EBITDA(R)	%	10,4	10,3	10,7
Dotations aux amortissements	M€	-10,8	-13,0	-15,0
Résultat opérationnel courant	M€	48,1	51,6	70,7
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	42,2	45,6	63,7
Résultat financier net	M€	-10,6	-12,5	-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	-5,74	-7,02
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	27,8	41,9
NOPAT	M€	34,0	36,7	50,2

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	-20,0	-17,0
Flux d'investissement net	M€	-90,3	-90,0	-87,0
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€	-10,2	0,00	100
Flux financiers totaux	M€	-42,6	-38,3	62,4
Variation de la trésorerie	M€	-110	-84,6	48,1
Cash flow disponible (avant div)	M€	-12,0	11,2	40,4

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. surv. et dilut.)	€	1,15	1,21	1,68
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,67	0,75	0,85

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	29,7 €	55 %	● Ackermans & van H...
Rendement	31,6 €	20 %	■ Wacker Chemie
DCF	41,0 €	10 %	■ Akzo Nobel
P/E	33,8 €	10 %	■ Solvay
Cours/Actif net comptable	18,2 €	5 %	■ Bolloré
Objectif de cours	31,0 €	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	258	386
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	169	119
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	11,2	13,0
Rendement des capitaux investis	%	11,6	9,47	10,7
Ratio d'endettement	%	17,6	50,7	37,4
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	1,54	2,52	1,34
Couverture des frais financiers	x	4,67	4,21	4,72

Ratios de valorisation

		12/18A	12/19E	12/20E
PER ajusté	x	19,4	14,0	10,1
Rendement du cash flow disponible	%	-2,34	2,89	8,86
P/ANC	x	2,17	1,50	1,18
Rendement du dividende	%	3,01	4,43	5,02

Valeur d'entreprise

		12/18A	12/19E	12/20E
Capitalisation boursière	M€	514	388	456
+ 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	169	119
+ 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€	612	564	586
VE/EBITDA(R)	x	10,2	8,39	6,57
VE/CA	x	1,07	0,86	0,70

Analyste : Jorge Velandia, Changements de prévisions : 22/05/2019.