



Chargeurs

Sociétés holdings / France

La solide exécution de 2018 conforte le potentiel de croissance

Publication Res./CA - 15/03/2019

Malgré une base de comparaison 2017 élevée, les résultats 2018 excèdent les attentes. 2019 pourrait être marqué par une conjoncture mondiale plus hésitante. Le jeune PDG maintient sa stratégie de renforcement de la croissance rentable car inscrite sur la durée, et le signale encore davantage en prenant la majorité de la société holding de contrôle (Columbus Holdings). Les investisseurs à long terme ne peuvent que s'en féliciter.

■ Actualité

Les résultats pour l'exercice 2018 ont excédé les attentes y compris en termes de ROC (49m€), et ce alors même que les bases de comparaison 2017 étaient déjà élevées en termes de chiffre d'affaires et de résultat opérationnel. Conséquence mécanique du déploiement de vastes ressources visant à consolider la croissance via les acquisitions, le résultat net a été affecté par un renchérissement des coûts de financement et d'acquisition.

Le tableau suivant, communiqué par le groupe, donne un aperçu clair et exhaustif du compte de résultat. Il n'y a rien à ajouter

In euro millions	2018	2017	Change	Comments
Revenue	573.3	533.0	+80.3	+2.6% +2.6% like-for-like: premiumization, new improvement in price/mix despite a difficult basis for comparison
Gross margin as a % of revenue	35.3%	35.8%	+0.5%	+0.0%
EBITDA as a % of revenue	39.8%	34.6%	+5.2%	+3.3%
Depreciation and amortization	(10.8)	(10.2)	(0.6)	+5.9%
Recurring operating profit as a % of revenue	49.0%	44.4%	+4.6%	+10.4%
Amort. assets linked to acquis.	(0.9)	0.0	(0.9)	
Non-recurring items	(5.9)	(5.9)	0.0	
Operating profit	42.2	38.5	+3.7	+9.6%
Finance costs, net	(8.9)	(7.5)	(1.4)	
Other financial income and expense	(1.7)	(1.0)	(0.7)	
Net financial expense	(10.6)	(8.5)	(2.1)	
Income tax expense	(5.1)	(4.0)	(1.1)	
Investments in equity-accounted investees	0.1	(0.8)	+0.9	
Profit for the period	26.6	25.2	+1.4	+5.6%

Les flux de trésorerie et la génération de FCF sont les seuls signes tangibles d'un exercice 2018 peu linéaire. Alors que les clients, et notamment ceux de Protective Film, ont déstocké, les stocks de Chargeurs ont augmenté. Si elle ne devrait pas durer, cette tendance a d'ores et déjà amputé le fonds de roulement de 22m€. De fait, les flux de trésorerie issus de l'exploitation se sont repliés de 30,7m€ à 14,4m€. Compte tenu de la forte augmentation des investissements (largement annoncée) et des premières acquisitions significatives (deux opérations pour un montant total de 65m€), la dette nette atteint désormais 92m€ (contre une trésorerie nette positive de 9m€ à fin 2017). le bilan peut largement encaisser ce recours à la dette. La stratégie en matière de dividendes confirme cette confiance avec un coupon 2018 progressant de 12% à 0,67€ (dont 0,30€ déjà versé).

■ Analyse

Avant d'aborder les performances par division, nous devons reconnaître que notre confiance dans Chargeurs et sa direction continue de se renforcer, la nouvelle équipe en place parvenant en 2018 à atteindre ses objectifs pour le troisième exercice d'affilée. Les ambitions ici ne se limitent pas, comme trop souvent, à s'attaquer aux coûts en guise de réflexion "stratégique". Concernant Chargeurs, les projets tournés vers la croissance rentable s'appuient sur une approche holistique faite de recrutement et de formation des compétences à l'horizon des 10 prochaines années, réinventant les marques pour les imposer sur le long



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: 56,5 %
Cours objectif à 6 mois	31,1 €
Cours	19,9 €
Cap. boursière M€	464
Momentum du cours	BON
Extrême 12 mois	15,0 ▶ 25,8
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA

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



Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-5,42 %	-4,61 %	18,8 %	-19,0 %
Autres Financières	1,10 %	6,39 %	10,4 %	2,25 %
STOXX 600	1,24 %	4,34 %	9,02 %	0,95 %

Dernière maj : 29/06/2018	12/17A	12/18E	12/19E	12/20E
PER ajusté (x)	20,1	17,0	12,1	11,2
Rendement net (%)	2,74	3,09	4,02	4,53
VE/EBITDA(R) (x)	9,22	9,82	7,25	6,65
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](#)

terme, en veillant à ce que les actionnaires soit bien rémunérés, en ayant raisonnablement recours au levier de la dette peu onéreuse, en gardant la tête froide dans le choix des acquisitions (nécessaires), en s'adressant aux marchés mondiaux via des produits de niche, etc.

À bien des égards, cette mayonnaise de facteurs permettant à un groupe ambitieux de générer une croissance durable semble avoir pris. Les actionnaires à court terme de Chargeurs seront bien sûr sensibles à la moindre progression des marges hors acquisitions et à un risque de dégradation de la conjoncture. Ce n'est pas l'essentiel. L'essentiel est que la nouvelle équipe de direction a clairement fait savoir que des acquisitions bien pensées faisaient partie intégrante de la stratégie de croissance du groupe. Nous estimons qu'elle a fait preuve d'une habilité impressionnante à dynamiser en profondeur un holding industriel sans projet et sans moyen.

Protective Films

Protective Films donnera raison aux pessimistes avec un aplatissement des marges et une augmentation du besoin en fonds de roulement au cours des prochains mois, conséquences d'une conjonction de facteurs défavorables : un ralentissement de la demande et une réduction des stocks de films plastiques d'un certain nombre de clients inquiets. Dans une vision à plus long terme, la vache à lait de Chargeurs a continué d'investir dans de nouvelles capacités de premier ordre (entrée en service dans le courant du S2 2019) et dans de nouveaux produits, notamment plus écologiques, pour lesquels les clients sont prêts à payer pour une chaîne de valeur éco-responsable. Le concept à la mode de "premiumisation" semble prendre tout son sens ici, l'offre de films plus sophistiqués s'accompagnant d'un niveau de service plus élevé.

En 2019, les performances de la division devraient être affectées par la dégradation de la conjoncture allemande si bien que la croissance devrait être modeste à capacité iso. Cependant avec la mise en route de nouvelles capacités au 2eme semestre, la croissance pourrait bien s'établir entre 5% et 9%.

Protective Film's 2018 performance: belle résistance

In euro millions	Twelve months			Change 18/17		Change 18/16
	2018	2017	2016	reported	like-for-like ⁽²⁾	
Revenue	283.3	281.0	250.3	+0.8%	+0.0%	+13.2%
EBITDA	39.4	40.3	33.2	-2.2%		+18.7%
as a % of revenue	13.9%	14.3%	13.3%			
Recurring operating profit ⁽¹⁾	33.0	34.3	28.0	-3.8%		+17.8%
as a % of revenue	11.6%	12.2%	11.2%			

(1) Before amortization of intangible assets resulting from acquisitions

(2) Based on a comparable scope of consolidation and at constant exchange rates

Fashion Technologies : la success story de 2018

Si la nette amélioration de la marge de Fashion Technologies s'explique en grande partie par l'impact positif de l'acquisition de PCC (août 2018), les activités historiques y ont également largement contribué. Ces anciennes activités d'entoilage ont été transformées en une proposition à forte intensité de services destinée à l'industrie textile et massivement tournées vers le secteur de la mode éphémère. C'est une refonte impressionnante, les marges opérationnelles ayant augmenté de 300pb à 9,2%. La stratégie de marque "emblématique" sur laquelle s'appuie Chargeurs semble avoir un effet de levier considérable sur cette activité dont le chiffre d'affaires ne devrait pas cesser de progresser cette année.

Fashion Technologies: chiffres essentiels

In euro millions	Twelve months			Change 18/17		Change 18/16
	2018	2017	2016	reported	like-for-like ⁽²⁾	
Revenue	161.1	131.2	132.0	+22.8%	+6.9%	+22.0%
EBITDA	17.9	11.3	11.7	+58.4%		+53.0%
as a % of revenue	11.1%	8.6%	8.9%			
Recurring operating profit ⁽¹⁾	14.8	8.1	8.0	+82.7%		+85.0%
as a % of revenue	9.2%	6.2%	6.1%			

(1) Before amortization of intangible assets resulting from acquisitions

(2) Based on a comparable scope of consolidation and at constant exchange rates

Technical Substrates : la surprise

Bien qu'il s'agisse d'une division minuscule aux résultats publiés relativement volatils (cf. tableau ci-dessous), la direction de Chargeurs est enthousiasmée par le potentiel que représente l'impression d'images très haute définition sur des surfaces parfois immenses. La progression de 19% du chiffre d'affaires est surtout la conséquence de l'acquisition de Leach, confirmant ainsi que cette dernière a représenté une étape décisive. Les musées semblent représenter un gisement de croissance inattendu grâce aux posters géants haute définition. L'apparition inattendue de tels marchés est révélateur du potentiel offert par ce qui semblait initialement n'être qu'une industrie de niche étroite. La direction a insisté sur son objectif de 100m€ de chiffre d'affaires d'ici 2021 (contre 31m€ actuellement). De nouvelles acquisitions sont donc attendues.

Technical Substrates: chiffres essentiels

In euro millions	Twelve months			Change 18/17		Change 18/16
	2018	2017	2016	reported	like-for-like ⁽²⁾	
Revenue	30.7	25.8	24.6	+19.0%	-5.4%	+24.8%
EBITDA	5.1	4.9	4.7	+4.1%		+8.5%
as a % of revenue	16.6%	19.0%	19.1%			
Recurring operating profit ⁽¹⁾	4.0	4.0	3.8	+0.0%		+5.3%
as a % of revenue	13.0%	15.5%	15.4%			

(1) Before amortization of intangible assets resulting from acquisitions

(2) Based on a comparable scope of consolidation and at constant exchange rates

Luxury Materials:

Si la progression de 6,4% à change constant du chiffre d'affaires constitue une bonne nouvelle, l'essentiel a toujours été pour le groupe de parvenir à générer un ROE correct à mesure qu'il renforçait ses efforts pour créer de la valeur dans l'industrie de la laine. La mise en place d'outils de suivi des origines de la laine et de son traitement pour un vêtement donné semble permettre d'atteindre cet objectif. Il s'agit d'une expérience fascinante en termes de création d'un besoin. La création d'une marque de luxe en ligne (Amédée 1851) avec ce dispositif de traçabilité en est une première réalisation. Cette initiative témoigne d'une réelle ouverture d'esprit de l'équipe de direction de Chargeurs en matière d'animation de projets au sein de ses quatre lignes de métiers.

Luxury Materials: chiffres essentiels

In euro millions	Twelve months			Change 18/17		Change 18/16
	2018	2017	2016	reported	like-for-like ⁽²⁾	
Revenue	98.2	95.0	99.5	+3.4%	+6.4%	-1.3%
EBITDA	2.7	2.6	2.9	+3.8%		-6.9%
as a % of revenue	2.7%	2.7%	2.9%			
Recurring operating profit ⁽¹⁾	2.7	2.6	2.9	+2.1%		-8.5%
as a % of revenue	2.7%	2.7%	2.9%			

(1) Before amortization of intangible assets resulting from acquisitions

(2) Based on a comparable scope of consolidation and at constant exchange rates

Objectifs et structure de bilan : mise sous tension

Dans la perspective d'acquisitions ciblées, Chargeurs a été sur-financé pendant un certain temps. Le déploiement réussi de ces financements en 2018 constitue une bonne nouvelle. Les ROE de Chargeurs ne peuvent que bénéficier d'un niveau raisonnable d'endettement (1,5x l'EBITDA 2018). Alors qu'il est sous pression en 2018 du fait de l'augmentation des capitaux employés, le ROCE de Chargeurs devrait revenir à 15% ou plus, et ce plutôt rapidement car il se confirme que Chargeurs ne surpaye pas ses acquisitions. Le groupe a su aussi déployer les outils et les équipes permettant l'intégration réussie de petites cibles.

S'il est facile de trouver des acquisitions, leur intégration est généralement un autre sujet: Chargeurs a investi dans des ressources humaines adéquates au niveau opérationnel. Cet effort en opex garantit une croissance externe réussie.

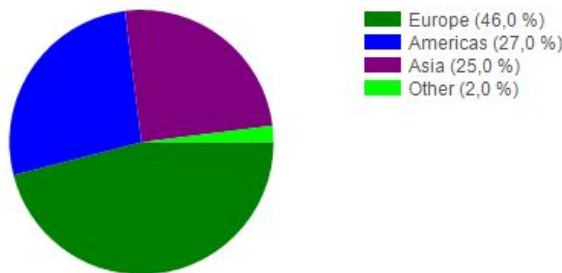
L'objectif affiché d'un chiffre d'affaires de 1Md€ d'ici 2021 est d'autant plus ambitieux qu'il ne peut être atteint que par des acquisitions. En retenant schématiquement un multiple de 1,5x (valeur d'entreprise) sur les prochaines opérations, le groupe pourrait devoir acquérir environ 300m€ de chiffre d'affaires supplémentaires sur trois ans pour un coût total de 450m€. Ce calcul est fondé sur une hypothèse de croissance organique de 5% par an qui porterait le chiffre d'affaires total à 720m€ d'ici 2021.

De toute évidence, 450m€ d'acquisitions paraît un niveau ambitieux si l'on considère que la direction souhaite un contrôle à 100% pour déployer sa stratégie et que donc aucun actionnaire minoritaire ne saurait participer à la facture. Rappelons que les fonds propres pèsent actuellement 237m€ avec une capitalisation boursière à 500m€. Le groupe élargi par les acquisitions vise un EBITDA représentant 10% du CA, soit 100m€, à l'horizon 2021. En retenant un ratio dette/EBITDA maximal de 3x, la capacité d'emprunt supplémentaire du groupe serait plafonnée autour de 200m€. En d'autres termes l'objectif d'un chiffre d'affaires à 1Md€ en 2021 passe probablement par un renforcement des fonds propres, éventuellement sous forme de convertibles. En guise de simulation nous avons retenu des acquisitions séquencées sur 2019-2021 au niveau de 2018 (70m€) et prévu un renforcement des fonds propres de 100m€. Le ratio de dette nette/ebitda resterait inférieur à 2x

■ Impact

La mise à jour de nos modèles conduira à revoir à la baisse les résultats 2018 pour tenir compte du renchérissement des coûts de financement et d'acquisition... et la non-disparition de ces derniers à l'horizon des prochains exercices. Ils devraient certainement peser sur les FCF et conduire une dette nette supérieure à nos attentes (en partie à cause de l'évolution défavorable du fonds de roulement qui pourrait ne pas durer). Il est possible que le statut de Chargeurs évolue pour s'apparenter davantage à une valeur "de croissance" avec les risques liés aux stratégies de croissance externe. Les sautes d'humeur des investisseurs vis à vis de la société seront probablement plus accentuées alors qu'elle déroule son ambitieux plan de croissance .

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	30,1 €	20 %	Wacker Chemie
DCF	36,0 €	10 %	Akzo Nobel
P/E	38,4 €	10 %	Solvay
Cours/Actif net comptable	15,8 €	5 %	Bolloré
Objectif de cours	31,1 €	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	12,1
Rendement du cash flow disponible	%	3,13	3,42	6,30
P/ANC	x	2,22	2,13	1,74
Rendement du dividende	%	2,74	3,09	4,02

Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	M€	511	529	464
+ 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	540
VE/EBITDA(R)	x	9,22	9,82	7,25
VE/CA	x	0,97	1,07	0,82

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