



Chargeurs

Sociétés holdings / France

La réorientation stratégique vers les services aux musées est pleinement actée

M&A /Corp. Action - 28/01/2020

Chargeurs a fait un grand pas vers son objectif de s'imposer sur des niches au sein de marchés mondiaux grâce à l'acquisition de D&P Incorporated, le leader américain des services aux musées. L'acquisition stratégique étoffera la division rebaptisée Chargeurs Museum Solutions (ex-Technical Substrates), qui devrait atteindre son objectif de chiffre d'affaires de 100m€ largement en avance sur le calendrier prévu.

Actualité

- Chargeurs a signé un accord en vue d'acquérir la totalité du leader américain du secteur des services muséaux, D&P Incorporated.
- La société devrait générer un chiffre d'affaires de 45m€ en 2020 et table sur un carnet de commandes signées de 50m€.
- Grâce à l'acquisition de D&P, La division rebaptisée Chargeurs Museum Solutions devrait dépasser l'objectif de 100m€ de chiffre d'affaires.
- Le prix d'acquisition n'a pas été communiqué par le groupe. Au termes de l'opération, le ratio (???) net/EBITDA sera inférieur à 3x.

Analyse

Initialement une affaire industrielle, la production de substrats techniques s'est transformée de façon inattendue en une solution qui sert l'ensemble de la chaîne de valeur des services muséaux et les expositions. L'incursion sur le marché américain au travers de l'acquisition de D&P Incorporated marque une étape majeure dans la quête de Chargeurs de s'adresser à des marchés de niche mondiaux à forte croissance. L'axe stratégique a été consolidé par le changement de dénomination de la division Technical Substrates reflétant les nouvelles ambitions de la direction.

En tant que leader du marché américain, la société D&P est fortement implantée dans le pays avec des clients importants dont la Smithsonian Institution et un certain nombre de musées présidentiels et militaires. Cela a permis à la société de porter son carnet de commandes à 50m€ et de cibler une liste de commandes « potentielles » non signées d'environ 100m\$. En matière de rentabilité, le groupe table sur une marge opérationnelle supérieure à 10% et sur 5m\$ de cash flow récurrent par an.

La taille de D&P étant plus de deux fois supérieure à celle du deuxième acteur le plus important, la consolidation de ce marché de niche fragmenté peut représenter un gisement de croissance. Grâce à cette acquisition, la nouvelle division Chargeurs Museum Solutions devrait générer un chiffre d'affaires annuel supérieur à 100m€, avec un an d'avance sur le programme, et porter sa part de marché à 20% selon la direction.

Impact

Notre ANR estimé tiendra désormais compte de D&P. Alors qu'elle tablait déjà sur une progression non-organique du chiffre d'affaires d'environ 100m€, notre évaluation par le DCF sera ajustée en fonction de la rentabilité attendue (marge



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-matériel mineur tel que défini par MIFID2

Achat Potentiel: 75,9 %

Cours objectif à 6 mois 31,5 €

Cours 17,9 €

Cap. boursière M€ 413

Momentum du cours FORT

Extrême 12 mois 14,9 ▶ 21,0

Bloomberg CRI FP Equity

Reuters CRIP.PA

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

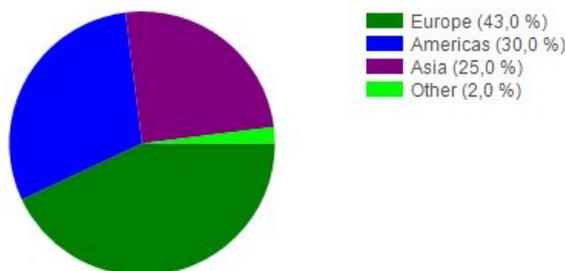
Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-2,29 %	6,67 %	14,2 %	-4,54 %
Autres Financières	-1,76 %	-0,30 %	5,40 %	30,4 %
STOXX 600	-2,34 %	-1,35 %	4,04 %	15,7 %

Dernière maj : 28/01/2020	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
PER ajusté (x)	16,9	22,3	13,9	11,1
Rendement net (%)	3,46	4,14	4,75	5,03
VE/EBITDA(R) (x)	9,11	10,4	7,77	6,48
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](#)

opérationnelle de 10%) supérieure à nos hypothèses initiales.

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	33,7 €	20 %	Wacker Chemie
DCF	38,6 €	10 %	AkzoNobel
P/E	27,7 €	10 %	Solvay
Cours/Actif net comptable	20,0 €	5 %	Bolloré
Objectif de cours	31,5 €	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
Dettes nettes ajustées/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	13,9
Rendement du cash flow disponible	%	-2,69	1,47	7,37
P/ANC	x	1,88	1,64	1,28
Rendement du dividende	%	3,46	4,14	4,75

Valeur d'entreprise

		12/18A	12/19E	12/20E
Capitalisation boursière	M€	447	416	482
+ 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	623
VE/EBITDA(R)	x	9,11	10,4	7,77
VE/CA	x	0,95	0,95	0,80

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