



Chargeurs

Sociétés holdings / France

T3 : nouvelle performance trimestrielle solide

Publication Res./CA - 18/11/2019

Le chiffre d'affaires du T3 est bon alors même que certains des marchés finaux de Protective Films (l'activité principale de Chargeurs) restent atones.

Actualité

La hausse de 1,7% lfl du chiffre d'affaires du T3 corrobore le point de vue de la direction selon lequel le recul observé au S1 (-1,9% lfl, dont -7,1% pour Protective Films) n'était lié qu'à une faiblesse transitoire des marchés finaux. La croissance lfl du CA cumulé sur 9 mois demeure légèrement inférieure à celle de 2018 (-0,8%), et ce en dépit d'une forte hausse en données publiées (-12,2%) grâce à l'intégration réussie de PCC chez Chargeurs PCC Fashion Technologies.

Répartition du chiffre d'affaires par division

In euro millions	Nine months		Change		Third quarter		Change	
	2019	2018	Reported	Like-for-like*	2019	2018	Reported	Like-for-like*
Protective Films	211.9	217.7	-2.7%	-4.4%	69.8	67.7	+3.1%	+1.9%
PCC Fashion Technologies	156.2	107.8	+44.9%	+1.9%	48.4	39.0	+24.1%	+1.5%
Technical Substrates	24.7	20.4	+21.1%	+3.9%	6.7	5.6	+19.6%	+19.6%
Luxury Materials	79.7	75.4	+5.7%	+4.4%	21.5	21.9	-1.8%	-3.2%
Chargeurs	472.5	421.3	+12.2%	-0.8%	146.4	134.2	+9.1%	+1.7%

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

Source: Company reports

Analyse

Protective Films

Les chiffres du T3 sont à saluer pour le retour en territoire positif de la croissance lfl du CA de Protective Films (+1,9%). Les performances au T2 2019 avaient été pénalisées par les prévisions ternes des clients concernant le S2 2019, notamment en Allemagne. Le secteur ne dépendant pas des stocks, un déstockage d'une telle ampleur ne pouvait pas durer. La direction de Chargeurs se montre néanmoins prudente pour fin 2019, les conjonctures chinoise et allemande restant peu porteuses. La bonne nouvelle est que les efforts en termes de capex visant à augmenter la part des produits haut de gamme semblent porter leurs fruits conformément au plan adopté.

PCC Fashion Technologies

Les bonnes performances de la division constituent la bonne nouvelle de 2019 grâce à l'intégration réussie de PCC chez Chargeurs PCC Fashion Technologies conduisant une refonte complète. Le caractère peu spectaculaire de sa croissance lfl (1,5%) doit être jugé comme une bonne performance dans un secteur exigeant marqué par des tensions déflationnistes alors que, ici aussi, le mix s'est considérablement amélioré.

Technical Substrates

Malgré le niveau remarquable des chiffres en lfl, la meilleure tenue de l'activité s'observe davantage dans la croissance du CA cumulé sur 9 mois. Le développement sur le marché des services aux musées ainsi qu'une acquisition conséquente permettra au groupe d'atteindre une masse critique.



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: 86,8 %

Cours objectif à 6 mois 30,6 €

Cours 16,4 €

Cap. boursière M€ 379

Momentum du cours **BON**

Extrême 12 mois 14,5 ▶ 21,0

Bloomberg CRI FP Equity

Reuters CRIP.PA


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


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-5,53 %	4,73 %	6,93 %	-3,48 %
Autres Financières	0,39 %	2,80 %	11,2 %	27,6 %
STOXX 600	0,15 %	3,20 %	11,2 %	13,3 %

Dernière maj : 18/11/2019	12/18A	12/19E	12/20E	12/21E
PER ajusté (x)	16,9	20,2	12,8	10,2
Rendement net (%)	3,46	4,57	5,18	5,49
VE/EBITDA(R) (x)	9,11	9,75	7,27	6,11
BPA ajusté (€)	1,15	0,81	1,28	1,60
Croissance des BPA (%)	5,33	-29,1	57,8	24,9
Dividende net (€)	0,67	0,75	0,85	0,90
Chiffre d'affaires (M€)	573	631	776	966
Marge opérationnelle coura...	8,55	7,03	8,39	8,92
Résultat net pdg (M€)	26,6	18,7	32,0	43,2
ROE (après impôts) (%)	11,4	7,63	10,2	11,0
Taux d'endettement (%)	17,6	52,7	40,4	36,5

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

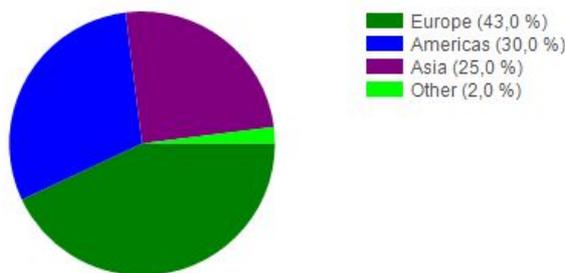
Enfin, la chute du chiffre d'affaires de Luxury Materials s'explique le gel du marché de la laine, une situation qui ne devrait pas durer.

■ Impact

Dans un contexte général de faible croissance, le chiffre d'affaires du T3 est satisfaisant. Si le groupe devrait atteindre les objectifs fixés au S1, ses marges de manœuvre sont faibles étant donnée l'atonie des activités tournées vers les exportations. Comme à l'accoutumée, il importera surtout de générer de la croissance au travers à la fois d'une "premiumisation" de la gamme de produits, de capex de capacité et d'acquisitions.

Le groupe est sur tous les fronts. Si rien ne justifie de modifier nos prévisions à long terme, Chargeurs s'est montré plus prudent concernant fin 2019 avec un objectif d'EBIT récurrent seulement légèrement supérieur aux 44m€ de 2017. Cela nous conduirait à réduire de 5% nos estimations de BPA pour 2019, sans incidence significative sur notre objectif de cours.

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	-2,79
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	-2,79
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	43,2
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. surv. 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	29,5 €	55 %	● Ackermans & van H...
Rendement	32,8 €	20 %	● Wacker Chemie
DCF	38,3 €	10 %	● Akzo Nobel
P/E	30,3 €	10 %	● Solvay
Cours/Actif net comptable	19,9 €	5 %	● Bolloré
Objectif de cours	30,6 €	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	9,38
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	20,2	12,8
Rendement du cash flow disponible	%	-2,69	1,62	8,03
P/ANC	x	1,88	1,49	1,17
Rendement du dividende	%	3,46	4,57	5,18

Valeur d'entreprise

		12/18A	12/19E	12/20E
Capitalisation boursière	M€	447	376	442
+ 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	558	582
VE/EBITDA(R)	x	9,11	9,75	7,27
VE/CA	x	0,95	0,88	0,75

Analyste : Jorge Velandia, Changements de prévisions : 18/11/2019.