



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

CHARGEURS

Industrie

31 janvier 2020

Cours : 17,22€

Objectif : 23,00€

ACHETER (1)

Opinion inchangée

1 : Acheter 2 : Renforcer 3 : Conserver 4 : Alléger 5 : Vendre

Cours au 30/01/2020

CA 2019 - Contact

CA en ligne, légère déception sur la marge mais confiance pour 2020

Chargeurs enregistre un CA annuel de 626,2M€ (+9,2%; -1,2% à ptcc) globalement en ligne avec nos attentes (PZP 624,7M€ +9,0%; -1,2% à ptcc). L'indication sur la rentabilité est inférieure à nos attentes et au consensus.

2019 année de transition

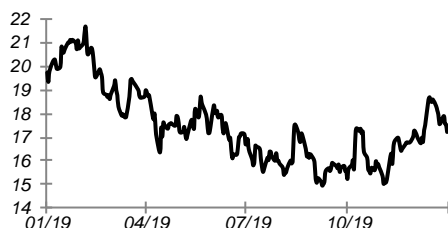
L'exercice 2019 aura été marqué par une croissance issue principalement des acquisitions tandis que la croissance organique (-1,2%) a été largement pénalisée par les difficultés du pôle Protective Films (44% CA -1,8%; -3,4% à ptcc) qui aura été durement touché par les tensions commerciales, notamment en Chine (15% CA CPF) et en Allemagne (10% CA CPF). Si au T4 (-0,2% à ptcc) la BU n'a pas confirmé le rebond de l'organique entamé au T3 (+1,9% à ptcc), notons que le S2 (+0,9% à ptcc vs -7,1% au S1) a toutefois confirmé l'inversement de tendance et bénéficié d'une meilleure dynamique en Chine tandis que l'activité en Allemagne n'offre aucun signe de rebond à ce jour. Le carnet de commandes sur le début d'année est quant à lui légèrement supérieur à n-1. CFT (34% CA, +30,8% +0,7% à ptcc) a bénéficié de l'intégration de PCC et consolidé une très belle performance 2018 (+6,9% à ptcc). CTS (6% CA +21,2% ; +2,3% à ptcc), devenu Museum Solutions (CMS) a été portée par Leach ainsi que par la contribution marginale de Design PM et MET Studio (≈2M€) tandis que Hypsos sera intégrée cette année. Après un fort S1 (+7,5% à ptcc), CLM (16% CA, +2%; +1% à ptcc) ralentit nettement au S2 (-6,7% à ptcc) suite à l'importante chute du prix de la laine.

En ce qui concerne la marge, Chargeurs indique s'attendre à un ROPA >41M€ soit au moins une MOPA de 6,5%, un niveau inférieur à nos attentes (7%e) et à celles du consensus (ROPA 44,7M€, MOPA 7,1%e).

Confiance pour 2020

Après une année difficile, Chargeurs se montre particulièrement confiant pour 2020. L'activité devrait profiter de la baisse des tensions douanières, de la contribution de la ligne TSC1 (CA 2020 visé >20M€) en Italie ainsi que de l'intégration des dernières acquisitions pour CMS. Les marges devraient fortement rebondir, soutenues par la baisse attendue des opex Game-Changer, la relation des dernières acquisitions et la contribution relative de TSC1.

Concernant l'impact du Coronavirus, Chargeurs se montre très rassurant. Le groupe ne compte que 2 usines sur 17 près de Shanghai qui adressent les BU CFT et CLM (aucune production de CPF n'est réalisée en Chine) et réalise environ 60M€ de CA en Chine. A ce stade ces 2 sites seront fermés jusqu'au 9 février et tout report d'activité devrait être rapidement rattrapé sur l'exercice.



Source : FactSet Research

Marché	Euronext - Comp. C
ISIN / Mnémonique	FR0000130692 / CRI
Reuters / Bloomberg	CRI PA / CRI FP
Indice	CAC Small
Contrat de prestation analyse	Oui
Eligibilité PEA-PME	

Capitalisation (M€)	405,6
Flottant (%)	72,4%
Nbre de Titres (Mio)	23,552
Date de clôture	31-Déc

	18	19e	20e
PER	20,0	18,8	12,5
PCF	14,4	10,0	7,5
VE/CA	1,1	0,9	0,8
VE/ROP	15,1	15,8	13,2
PAN	2,2	1,6	1,5
Rendement	2,6%	3,9%	3,2%
Free Cash Flow Yield	-1,9%	-0,8%	5,9%
ROACE	13,3%	8,8%	10,4%

	573,3	626,2	698,3
CA	573,3	626,2	698,3
CA précédent	573,3	624,7	668,2
var. n/n-1	7,6%	9,2%	11,5%
EBE	59,8	61,1	74,6
ROC	49,0	42,3	53,6
% CA	8,5%	6,7%	7,7%
ROP	42,2	34,1	44,5
% CA	7,4%	5,4%	6,4%
RN Pdg publié	26,6	21,2	32,0
% CA	4,6%	3,4%	4,6%

	1,16	0,91	1,38
BNPA	1,16	0,91	1,38
BNPA précédent	1,16	0,98	1,30
var. n/n-1	7,0%	-20,9%	50,8%
BNPA Cor	1,16	0,91	1,38
ANPA	10,3	10,5	11,3
Dividende net	0,67	0,54	0,82

Gearing	38,9%	53,8%	68,3%
DFN	92,2	130,6	178,9

Calendrier :

Résultats 2019 le 5 Mars

Jeremy Sallée, CFA, Analyste Financier

+33 (0)2 40 44 94 30

sallee@portzamparc.fr

La recommandation d'investissement présente dans cette étude a été établie le 31/01/2020 - 08:15 (GMT+1) et a été diffusée pour la première fois le 31/01/2020 - 08:53 (GMT+1).

Acquisition de D&P

Chargeurs a annoncé le 27/01 l'acquisition de D&P Incorporated aux US, présenté comme le leader mondial du marché des services aux Musées. Ce dernier devrait générer en 2020 un CA > \$45M et une MOPA >10% et dispose à date d'une très bonne visibilité avec un carnet de commandes d'environ \$50M. Cette opération valide le plan M&A ambitieux du groupe (objectif de 100M€ CA en année pleine et ROPA >10% avancé d'un an) et complète la transformation de CTS qui devient CMS (Chargeurs Museum Solutions) avec près de 70% du CA réalisé auprès des Musées. Avec D&P Chargeurs devient leader (c.20% PDM) sur un marché de l'expérience muséale d'environ 500M€ et présentant une croissance organique de l'ordre de +15% à 20% soutenu par le dynamisme de la zone Asie Moyen-Orient. Notons que ce marché est très fragmenté et que le deuxième acteur pèse seulement 25M\$. Nous pensons que le groupe devrait poursuivre ses acquisitions sur ce segment à terme afin de renforcer son positionnement de one stop shop (via de la planification projets à la réalisation complète d'expositions) à destinations des musées.

Le prix (proche en valeur absolue de celle de PCC) d'environ 66M\$ peut paraître élevé en première approche en extériorisant des multiples de l'ordre de 1,5x VE/CA ; 10,5x VE/EBITDA et 13x VE/EBIT 2020. Néanmoins l'opération s'avère être très relative (marge nette estimée de 12%). Avec l'utilisation des déficits reportables aux US (c.82M€) le taux d'imposition de D&P pourrait ressortir entre 6 et 7% et présenter ainsi une relation > à 15% pour 2020. Pour rappel nous valorisons à part les déficits reportables dans notre modèle pour un montant de c.55M€.

Notons que le levier du groupe post-acquisition ressort <3x DFN/EBITDA et devrait se situer entre 2,5x et 2x d'ici la fin de l'exercice 2020.

Scénario 2020 PZP 698,3M€ (+11,5% ; +3,6% à ptcc) MOC 7,7%

Par division, nous attendons un rebond de l'organique de l'ordre de +6% pour CPF, une poursuite d'une légère croissance pour CFT et une stabilisation du CA autour de 100M€ pour CLM. Concernant CMS nous intégrons D&P à partir de début mars. La division devrait selon nous faire ressortir à fin 2020 un CA de 88,4M€ (+137,8%; +4% à ptcc) et une MOC de 11%.

Après un exercice globalement décevant, nous restons acheteur de Chargeurs , avec un TP inchangé, compte tenu du respect de la feuille de route du plan ambitieux de M&A, de la confiance du management et d'un momentum qui devrait nettement s'améliorer sur le S1 (base de comparaison très favorable CA S1 -1,9% à ptcc MOC S1 -160bp) avec notamment le retour à une dynamique beaucoup plus positive de CPF.

Mentions obligatoires

Recommandations boursières

Nos recommandations boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à un horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur les objectifs de cours définis par l'analyste et intègrent des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché, susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse Portzamparc établit ses évaluations selon une approche d'analyse fondamentale multicritères (principalement et de manière non exhaustive actualisation des flux, multiples des comparables, multiples de transaction, somme des parties, actif net réévalué).

ACHETER (1) : Performance attendue supérieure à +15%

RENFORCER (2) : Performance attendue comprise entre +5% et +15%

CONSERVER (3) : Performance attendue comprise entre -5% et +5%

ALLEGER (4) : Performance attendue comprise entre -5% et -15%

VENDRE (5) : Performance attendue inférieure à -15% ou absence de visibilité sur les fondamentaux de la société.

L'ensemble des avertissements concernant la recherche Portzamparc (Historique des recommandations, engagement de transparence, politique de gestion des conflits d'intérêt, système de recommandation, répartition par recommandation...) est accessible sur <http://www.midcaps.portzamparc.fr/wp-content/fileadmin/pubt/avertissements.pdf> (clientèle institutionnelle) ou auprès de votre conseiller habituel (clientèle privée).

Les cours utilisés sont les cours de clôture de la veille sauf indication contraire.

Historique des recommandations sur l'émetteur au cours des 12 derniers mois

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandations et d'objectifs de cours faits par le département d'analyse financière de la Société de Bourse Portzamparc sur une période de 12 mois.

La mise à jour des recommandations intervient, soit à l'occasion d'un commentaire lié à une publication officielle ou légale, soit à l'occasion d'un événement exceptionnel (croissance externe, accords significatifs).

Pas de changement de recommandation sur les 12 derniers mois

Détail des conflits d'intérêts potentiels PORTZAMPARC

<i>Société</i>	<i>Détail des conflits d'intérêts potentiels</i>
Chargeurs	6,7

1. La Société de Bourse Portzamparc possède ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par cet émetteur;
2. Cet émetteur, ou ses actionnaires principaux, possèdent ou contrôlent, directement ou indirectement, 5% ou plus du capital en actions émis par la Société de Bourse Portzamparc;
3. La Société de Bourse Portzamparc a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois;
4. La Société de Bourse Portzamparc est teneur de marché pour les instruments financiers de cet émetteur;
5. La Société de Bourse Portzamparc a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.
6. La Société de Bourse Portzamparc et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse à travers laquelle Portzamparc Société de Bourse s'est engagée à produire et à diffuser des études de recherche d'investissement sur ledit émetteur;
7. La Société de Bourse Portzamparc a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture de services d'investissement ou des services en conseil financier au cours des douze derniers mois;
8. L'auteur de cette étude ou une personne qui aurait aidé à l'élaboration de cette étude (ou un membre de son foyer), ou encore une personne qui, malgré sa non-implication dans l'élaboration de cette étude avait ou pouvait raisonnablement avoir accès aux éléments substantiels de cette étude avant sa diffusion détient une position nette ou courte supérieure à 0,5% du capital de cet émetteur
9. La recommandation présentée dans ce document a été divulguée à l'émetteur avant sa publication et diffusion et a été subséquemment modifiée préalablement à sa diffusion

Détail des conflits d'intérêts potentiels BNP PARIBAS

Sociétés dans lesquelles BNP PARIBAS détient des participations : <https://wealthmanagement.bnpparibas/fr/conflict-of-interest.html>

Nantes : 13 rue de la Brasserie - BP 38629 - 44186 Nantes Cedex 4

Paris : 16 rue de Hanovre - 75002 Paris - 33 (0) 1 40 17 50 08



PORTZAMPARC
BNP PARIBAS GROUP

L'investissement en Bourse éclairé