

Manutan International SA

Bourse de Paris - **ELIGIBLE AU PEA !**

Ticker : MAN / ISIN : FR0000032302

-

De la croissance rentable et une belle structure financière (française !)



All you need. **With love.**

Date de l'analyse : le lundi 28 janvier 2020

Cours de référence : 64,00 EUR

Objectif de cours = **91,01 EUR** / potentiel = +42%

Présentation

Pionnière de la vente par correspondance, Manutan International est une ETI familiale créée en 1966 qui compte aujourd'hui plus de 2200 collaborateurs.

Son offre multicanal (site e-commerce, catalogues, approche ciblée) s'adresse aux entreprises et aux collectivités pour leurs achats non stratégiques. Des fournitures de bureau à l'outillage, des consommables aux produits d'emballage et de manutention, des équipements informatiques aux vêtements de sport... l'offre de Manutan est riche de plus de 500 000 références.

Avec 26 filiales implantées dans 17 pays d'Europe et un million de clients, Manutan se positionne aujourd'hui comme un leader incontournable sur le marché européen.

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

LES DAUBASSES

Le capital de la société est détenu majoritairement par la famille Guichard (à plus de 70%). Xavier Guichard est aux commandes de l'entreprise fondée par son père et son grand-père André et Jean-Pierre Guichard.

● Répartition du Capital au 31 mars 2019



source : <https://www.manutan.com/fr/nos-investisseurs/structure/actionnariat>

Cette présence importante dans le capital de la société explique certainement une gestion familiale : des acquisitions opportunistes (payées au bon prix), régulières mais sans excès (en nombre et en taille) et un bilan sain de la société (utilisation modérée de la dette). Nous y venons dans le point suivant.

Une croissance rentable

Le groupe a connu une croissance quasi ininterrompue au cours des 8 dernières années. Le chiffre d'affaires est passé de 588 M EUR en 2011 à 774 M EUR en 2019 (exercice décalé arrêté au 30 septembre).

La croissance a été portée par différentes acquisitions intégrées avec succès. En voici quelques-unes :

- 2009 : **Camif Collectivités**, spécialiste de la vente à distance d'équipements auprès des établissements collectifs
- 2012 : **Casal Sport**, leader en France de la vente de matériel de sport aux écoles, mairies et fédérations
- 2013 : **Ikaros Cleantech**, spécialiste sur le marché suédois et finlandais de produits de protection de l'environnement et **IronmongeryDirect Limited**, spécialiste sur le marché anglais de la distribution de produits de quincaillerie aux artisans
- 2015 : **Papeteries Pichon**, spécialiste de la distribution de fournitures scolaires auprès des écoles maternelles et primaires en France
- 2019 : **Kruizinga**, spécialiste de la distribution en ligne d'équipements de stockage et de transport en Hollande

La stratégie de développement du groupe s'appuie sur une forte extension des gammes et depuis peu sur le développement de sa marque propre.

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

Résultats

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Bénéfice par action (en €)	3,76	3,14	3,07	3,18	3,40	4,48	5,15	5,42
Chiffre d'affaires par action (en €)	77,38	75,10	77,06	77,68	82,04	89,81	93,26	97,53
Free cash-flow par action (en €)	2,82	4,04	-1,45	2,56	-5,50	4,99	6,32	4,84
Dividende par action (en €)	1,20	1,40	1,16	1,13	1,17	1,25	1,50	1,65
Rapport "free cash-flow" / dividende	2,3	2,9	-1,2	2,3	-4,7	4,0	4,2	2,9
Marges opérationnelles	6,7%	6,5%	7,0%	6,8%	6,4%	7,1%	7,4%	7,7%
ROE	9,6%	7,6%	7,1%	7,0%	7,0%	9,0%	9,7%	9,6%

Sur les 8 dernières années, le chiffre d'affaires a progressé de 26%, soit une hausse annualisée de 2,9%. Le bénéfice par action a quant à lui progressé de 44% (hausse annualisée de 4,7%) pour atteindre les 5,42 EUR par action sur l'exercice clos au 30 septembre 2018.

Malgré un environnement fortement concurrentiel, Manutan a réussi à préserver le niveau de ses marges et même à l'améliorer sur la période 2015-2018. Le niveau de retour sur fonds propres est également solide : 8,3% en moyenne sur les 8 dernières années et entre 9,0% et 9,6% sur les 3 derniers exercices. Les opérations de croissance externe semblent donc avoir été bien intégrée et sont pertinentes pour le groupe en terme de complémentarité : logistique, produits, zone géographiques, ...

Le niveau des FCF a évolué avec les changements de périmètres. En 2015, le groupe a fait l'acquisition des **Papeteries Pichon** pour un montant de 69 M EUR (9,06 EUR par action). En 2013, ce sont les sociétés **Casal Sport** et **IronmongeryDirect Limited** qui avaient été rachetées pour respectivement 17,3 et 20,4 M EUR, soit un total de 4,96 EUR par action. En dehors de ces deux exercices, les FCF du groupe ont été largement positifs.

Le dividende au titre de l'exercice clos le 30 septembre 2018 était de 1,65 EUR par action (rendement de 2,6%). Sur les cinq derniers exercices, le dividende distribué a été compris entre 30 % et 37 % du résultat net consolidé. Il est mesuré, mais semble pérenne et est susceptible d'être augmenté au fil du temps avec l'amélioration des résultats.

Manutan affiche un historique de croissance rentable avec des niveaux de marge opérationnelle et de retour sur fonds propres satisfaisants et en belle progression sur 3 les derniers exercices.

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Bilan

Le rapport annuel 2019 n'étant pas encore publié, nous vous présentons ici les chiffres du rapport semestriel (comptes arrêtés au 31 mars 2019).

- Fonds propres : 437,5 M EUR
- Trésorerie : 96,6 M EUR
- Dette financière : 38,5 M EUR
- Nombre d'actions : 7,6 millions

Manutan présente une situation de trésorerie nette excédentaire de +58,1 M EUR qui représente 12% de la capitalisation boursière (486,4 millions EUR à notre cours de référence).

Notre ratio de solvabilité maison ressort à 80%. Le ratio courant est de 2,4x. La structure financière est donc solide.

En raison de l'activité du Groupe, les risques de crédit clients sont limités car l'ensemble du portefeuille des clients est constitué d'un grand nombre de créances de faible valeur réparties sur plusieurs centaines de milliers de clients.

Manutan présente à nos yeux un bilan solide qui devrait lui permettre de poursuivre sa croissance dans de bonnes conditions.

Valorisation

Au cours de 64,0 EUR et avec un capital composé de 7 600 229 (auto contrôle déduit), la capitalisation boursière de Manutan ressort à 486,4 M EUR.

Pour rappel, au 31 mars 2019, la trésorerie s'élevait à 96,6 M EUR et la dette financière à 38,5 M EUR.

Nous calculons donc une valeur d'entreprise :

$$VE = 486,4 + 38,5 - 96,6 = 428,3 \text{ M EUR}$$

Objectif VE/EBITDA

L'EBITDA pour l'exercice clos au 30 septembre 2018 était de 72,3 M EUR. Les comptes au 30 septembre 2019 n'ayant pas encore été publiés, il ne nous est pas possible de calculer l'EBITDA 2019. Néanmoins, le résultat opérationnel étant en hausse de 6,3%, on peut également s'attendre à une hausse de l'EBITDA pour l'exercice 2019. Par prudence, nous allons garder l'EBITDA 2018 pour nos calculs.

Le ratio VE/EBITDA ressort donc à :

$$428,3 / 72,3 = 5,9x$$

Au regard de la solidité financière du groupe et de l'historique de croissance, une valorisation à 8x le ratio VE/EBITDA nous semble raisonnable. À titre de comparaison, le groupe allemand **Takkt**, principal concurrent de Manutan et également coté en bourse, affiche un ratio VE/EBITDA de 7,2x.

Nous obtenons donc un objectif de valeur d'entreprise :

$$8x \text{ EBITDA} = 8 \times 72,3 = 578,4 \text{ M EUR}$$

En ajoutant la trésorerie nette (58,1 M EUR), nous arrivons à un objectif de capitalisation boursière de : $578,4 + 58,1 = 636,5 \text{ M EUR}$, soit un objectif de cours de 83,75 EUR (potentiel de +31%).

Objectif VE/CA

Le chiffre d'affaires 2019 du groupe est de 773,9 M EUR. Le ratio VE/CA ressort ainsi à 0,57x. Notre objectif de cours se situe à un niveau VE/CA = 0,89x (valorisation du groupe Takkt qui réalise 1,2 Md EUR de chiffre d'affaires).

Notre objectif ressort donc à :

$$VE = 0,89 \times 773,9 = 688,8 \text{ M EUR}$$

$$CB = 688,8 + 58,1 = 746,9 \text{ M EUR, soit un cours de 98,27 EUR (potentiel de +53%).}$$

=> Notre objectif moyen se situe donc à **91,01 EUR** soit un potentiel de +42%.

Conclusion

Manutan nous semble présenter un profil « bon père de famille ». La direction a l'air soucieuse de préserver une structure financière solide et de poursuivre sa croissance de manière raisonnée (gestion familiale).

Le contrôle de l'entreprise par la famille Guichard (actionnaire majoritaire) ne semble pas se faire au détriment des actionnaires minoritaires. Les rémunérations des principaux dirigeants, et en particulier celle de Xavier Guichard (DG), n'ont pas connu d'évolution aberrantes au cours des dernières années.

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

LES DAUBASSES

Les derniers résultats (chiffre d'affaires du 1er trimestre 2019/2020) sont dans la lignée des précédents : une croissance modérée du chiffre d'affaires portée par la croissance externe.

Avec un bilan solide et une stratégie de croissance éprouvée, nous pensons que Manutan a toutes les cartes en main pour saisir de belles opportunités de développement et conforter sa place de leader européen, au profit de ses clients et de ses actionnaires.

Enfin, on termine sur un aspect spéculatif. Le flottant représente moins de 30% du capital et la société autofinance tous ses investissements. Sauf pour un intérêt successoral entre descendants (pour donner une valorisation et faciliter les échanges de titres) et donner de la visibilité à Manutan, le fait d'être coté apporte finalement peu à la famille Guichard et à la société. Sans être notre scénario favori, le rachat des minoritaires par la famille est une possibilité.

Le potentiel actuel nous semble encore trop faible pour y mettre quelques billes pour le [portefeuille Pépites PEA](#). Mais nous gardons ce titre sur notre liste d'achat. Qui sait... Mr Le Marché pourrait nous faire une offre plus intéressante dans quelque temps ?

Avertissements !

Cette analyse vous est proposée à titre purement informatif et ne représente en aucun cas un conseil en investissement.

Les performances passées ne préjugent en rien des performances à venir.

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

daubasses.com

© Tous droits réservés

Retrouvez nous sur : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum : <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.