

Campine

PEPITES PEA

Bourse de Bruxelles - Ticker : CAMB / ISIN : **BE0003825420**



- Transformer le plomb en or -

Date de l'analyse : 25.09.2023

Cours d'achat : **62,50 EUR**

Objectif de cours : **84,30 EUR** (potentiel de **+35%**)

Attention à la faible liquidité du titre si cette entreprise vous intéresse !

Présentation

Campine est un groupe belge du secteur de la chimie spécialisé dans le recyclage des métaux (principalement le plomb et l'antimoine) et la production de trioxyde d'antimoine. Le trioxyde d'antimoine est un composant chimique utilisé pour ses propriétés ignifuges dans les secteurs du textile, de l'automobile, de la construction, ...

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

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

Fondée en 1912, l'entreprise compte environ 230 collaborateurs et a réalisé un chiffre d'affaires de plus de 300 M EUR en 2022. L'activité se concentre en Europe, en particulier en Allemagne (36% du chiffre d'affaires 2022).

Le capital est détenu à plus de 70% par Friedrich-Wilhelm Hempel, membre non exécutif du conseil d'administration.

Cette société a retenu notre attention pour la forte rentabilité de ses fonds propres, son bilan sain, sa dynamique de croissance et son marché porteur dans le recyclage.

Une activité en croissance

Le chiffre d'affaires de Campine est passé de 150 M EUR en 2014 à plus de 300 M EUR en 2022. L'activité a ainsi progressé à un rythme annualisé de l'ordre de +10%.

La croissance a été particulièrement forte au cours des exercices 2021 et 2022. Campine a bénéficié des prix élevés de l'antimoine et du plomb, d'une forte demande pour ses produits en sortie de crise sanitaire et d'une opération de croissance externe en France.

Une acquisition opportuniste en 2022

Le 7 juillet 2022, Campine a fait [l'acquisition de deux usines de recyclages de batteries et d'une usine de recyclage de plastique](#) auprès de [Recyclex](#), un concurrent français en redressement judiciaire. Ces usines sont implantées sur deux sites et ont une capacité d'environ 90 000 tonnes de batteries et 11 000 tonnes de déchets PP (Polypropylène) plastiques. Pour une fois que c'est une entreprise belge qui fait ses emplettes en France, et non l'inverse, c'est une réussite !

Recyclex est un expert européen reconnu du recyclage des batteries au plomb. Il propose à ses fournisseurs des solutions de collecte clés-en-main pour faciliter le stockage et le transport des batteries usagées (mise à disposition de contenants, enlèvement par un transporteur agréé, ...). Le taux de recyclage atteint 92% des composants d'une batterie au plomb et 98% du plomb, ce qui fait du procédé de Recyclex l'un des plus performants qui soient.

La reprise de ces activités a conduit à un écart d'acquisition négatif de 7,6 M EUR (dont 6,5 M EUR net d'impôt différé). Campine a déboursé 4,3 M EUR pour faire l'acquisition d'actifs dont la juste valeur a été estimée à 11,9 M EUR : immobilisations corporelles, stocks et créances principalement. Cette valeur est nette des passifs des activités acquises, dont notamment une

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

provision environnementale de 4,7 M EUR (pour décontamination des sols). Une aubaine qui s'explique par la situation financière critique de Recyclex. L'entreprise s'est retrouvée en difficulté financière lors du 1^{er} semestre 2022 et a été placée en liquidation judiciaire.

Les activités acquises ont contribué à hauteur de 29,6 M EUR au chiffre d'affaires 2022 et de 1,1 M EUR au résultat avant impôt (du 07.07.2022 au 31.12.2022). C'est un complément d'activité substantiel pour Campine (qui double sa capacité de recyclage de batteries) et cet investissement pourrait être vite rentabilisé. Le groupe belge a cependant prévu d'investir 8 à 10 M EUR au cours des 4 prochaines années pour améliorer l'efficacité de ses nouvelles usines.

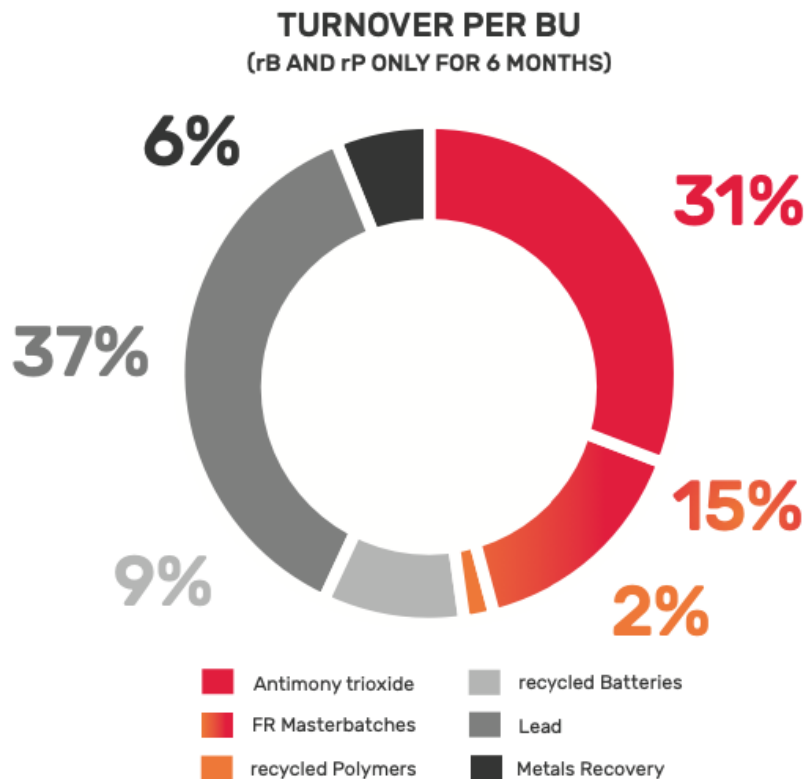


Des résultats cycliques

Les activités du groupe présentent un caractère cyclique. Le chiffre d'affaires et les marges sont fortement dépendants du prix de l'antimoine et du plomb.

L'antimoine (Antimony trioxide) et ses dérivés (FR Masterbatches) représentaient 46% du chiffre d'affaires 2022. Le recyclage du plomb et des batteries au plomb représentaient également 46% de l'activité. Précisons que les batteries au plomb équipent tous les véhicules, y-compris les véhicules électriques pour alimenter les accessoires et équipements en 12V. Ce marché n'est donc pas voué à disparaître avec le déclin de la production de véhicules à moteurs thermiques.

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](https://forum.daubasses.com)



Chiffre d'affaires par business unit (2022)

En 2021, Campine a bénéficié de l'envolée du prix de l'antimoine. De 6 000\$ la tonne fin 2020, le prix a bondi à 13 000\$ un an plus tard. Dans le même temps, l'EBITDA de la division a été multiplié par 5,3x à 12,2 M EUR. Après avoir atteint un pic à 14 000\$ mi-2022 le prix de l'antimoine est retombé autour des 11 000\$ fin 2022.

Le prix du plomb s'est également apprécié en 2021. Son prix moyen a progressé de +17% à 1 870\$ la tonne et l'EBITDA de la division métaux a été multiplié par plus de 2x à 10,5 M EUR (+119%). La bonne performance du groupe au cours des deux derniers exercices tient avant tout à ces niveaux de prix élevés de l'antimoine et du plomb, ainsi qu'à l'acquisition des 3 usines françaises.

À périmètre comparable (PC), la croissance des volumes a été contenue pour la division métaux (+2% en 2021 puis +3% en 2022). Pour l'activité chimie, après un rebond en 2021 en sortie de crise sanitaire (+17%), les volumes ont reculé de 3% en 2022 hors acquisition de l'usine de recyclage de plastique.

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](https://forum.daubasses.com)

LES DAUBASSES

		2020	2021	21/20	2022	22/21	2022 PC	22/21 PC
Chimie	Volumes (t)	13 353	15 598	17%	18 500	19%	15 100	-3%
	Prix antimoine (moy. annuelle \$/t)	5 912	11 187	89%	13 160	18%	13 160	18%
	Chiffre d'affaires (M EUR)	65	106	65%	154	44%	147	38%
	EBITDA (M EUR)	2,3	12,2	430%	6,4	-48%	5,8	-52%
Métaux	Volumes (t)	62 628	63 850	2%	91 800	44%	65 500	3%
	Prix plomb (moy. annuelle \$/t)	1 600	1 870	17%	2 040	9%	2 040	9%
	Chiffre d'affaires (M EUR)	113	142	26%	197	38%	167	18%
	EBITDA (M EUR)	4,8	10,5	119%	12,5	19%	11,3	8%

Volumes, chiffre d'affaires et EBITDA des divisions Chimie et Métaux (2020-2022)

données sources : rapport annuels 2020, 2021 et 2022

Au 1^{er} semestre 2023, l'activité chimie a continué de reculer. Le chiffre d'affaires de la division est ressorti en baisse de -10% à 68,3 M EUR et de -20% à périmètre comparable, impacté par une baisse des prix et des volumes. L'EBITDA de la division a reculé dans le même temps de 39% à 3,8 M EUR.

En revanche, l'activité Métaux a vu son chiffre d'affaires progresser de +33% à 125,2 M EUR (+31,0 M EUR). Cette hausse est liée la contribution des nouvelles activités françaises (+34,0 M EUR). L'EBITDA de la division a bénéficié de ce changement de périmètre, d'un prix élevé du plomb et de conditions favorables sur le marché des batteries usagées pour s'établir à 12,9 M EUR (+77%).

On voit que les résultats du groupe sont très volatils et directement dépendants du prix des métaux. De ce fait, le management se garde bien de faire des prévisions détaillées. Toujours est-il que le ton était optimiste pour l'ensemble de l'exercice 2023 lors de la publication des [résultats semestriels](#) :

« Campine s'attend une nouvelle fois à **un résultat particulièrement bon pour 2023, qui pourrait égaler les chiffres records de 2022**. Cela dépendra bien entendu de l'évolution des prix des métaux et de la reprise de la demande de produits chimiques. »

Création de valeur et retour aux actionnaires

Le niveau de retour sur fonds propres s'est établi à 16,6% en moyenne sur les 8 derniers exercices. C'est un bon niveau d'autant plus que l'exercice 2016 a été plombé par une charge exceptionnelle de 8,2 M EUR et s'est soldé par une perte de -3,8 M EUR (-2,54 EUR par action). Cette charge est liée à une amende de la commission européenne suite à des suspicions de pratiques anti-concurrentielles dans le secteur du recyclage du plomb. Ce litige a été soldé lors d'un procès en

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

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

appel en novembre 2019 et Campine s'est finalement vu rembourser 3,9 M EUR sur les 8,2 M EUR payés en 2016.

Sur les 5 derniers exercices, le retour sur fonds propres (ROE) était bien au-delà des +20% (moyenne de +23,1%).

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Chiffre d'affaires par action (en EUR)	109,37	113,90	144,33	140,17	128,36	111,30	150,88	211,62
Bénéfice par action (en EUR)	0,64	-2,54	4,67	3,89	5,34	1,86	9,01	10,54
Free cash-flow par action (en EUR)	1,88	-4,60	1,24	7,09	6,19	-3,50	-0,58	-5,37
Dividende par action (en EUR)	0,15	1,00	0,55	1,25	1,75	0,65	2,80	2,50
Rapport flux de trésorerie disponible / dividende	12,5	-4,6	2,3	5,7	3,5	-5,4	-0,2	-2,1
Marge opérationnelle	1,5%	1,0%	5,8%	3,9%	5,0%	2,2%	8,4%	6,4%
Retour sur fonds propres	4,1%	-17,9%	31,3%	21,2%	24,7%	7,8%	32,4%	29,4%

Le bénéfice par action a atteint des niveaux record en 2021 et 2022, respectivement à 9,01 EUR et 10,54 EUR dans un contexte de prix élevés des métaux.

La création de valeur tangible a suivi avec une progression de la VANT ([Valeur d'Actif Net Tangible](#)) de +35,1% en 2021 et +24,1% en 2022.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	30/06/2023
VANT par action	15,65	12,79	17,05	19,69	23,66	23,67	31,98	39,70	43,43
variation n/n-1		-18,3%	33,3%	15,4%	20,2%	0,1%	35,1%	24,1%	9,4%
Ratio de solvabilité	43%	29%	36%	48%	64%	56%	52%	48%	47%

Entre le 31.12.2015 et le 30.06.2023, la VANT a progressé de +177%, soit une croissance annualisée de +14,6%. Notons qu'il n'y a pas d'actifs incorporels. La VANT est donc égale aux fonds propres. C'est une bonne chose puisqu'il n'y a pas de risque de dépréciation d'actifs immatériels.

Sur cette même période, la société a versé en cumulé des dividendes à hauteur de 10,65 EUR par action. La politique du groupe est de reverser environ 1/3 du résultat net à ses actionnaires. Au global, la création de valeur (hausse de la VANT + dividende) atteint +245% sur 7 ans et 6 mois, soit un gain annualisé de +18,0%. Un niveau très appréciable.

Valorisation

Le capital de la société est composé de 1 500 000 actions (pas d'évolution ces 8 dernières années).

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

Au cours actuel de 62,50 EUR, la capitalisation boursière est de 93,8 M EUR ($1\,500\,000 \times 62,50$). Avec une dette nette de 10,8 M EUR au 30 juin 2023, la valeur d'entreprise s'établit à 104,6 M EUR ($93,8 + 10,8$).

Sur la base des résultats 2022 (EBIT de 20,3 M EUR et résultat net de 15,8 M EUR), le titre affiche une valorisation attractive :

- $VE/EBIT = 104,6 / 20,3 = 5,1$

- $PER = 93,8 / 15,8 = 5,9$

Retraité du gain exceptionnel de +6,5 M EUR suite à la reprise des activités de Recyclex, nous obtenons par ailleurs les ratios suivants :

- $VE/EBIT = 104,6 / 13,8 = 7,6$

- $PER = 93,8 / 9,3 = 10,0$

Au regard de l'historique de création de valeur, de la qualité du bilan (gearing = dette nette / fonds propres = 16%), de la politique de retour aux actionnaires qui offre un rendement de 4% (sur la base du dividende 2022), un multiple de 8x le résultat net (= moyenne historique sur 8 ans en excluant l'exercice 2016) paraît raisonnable.

En supposant que le résultat 2023 sera égal à celui de 2022 (10,54 EUR par action), un scénario plausible sachant qu'il atteint déjà 6,29 EUR au 1^{er} semestre, nous valorisons le titre à :

$8 \times 10,54 = \mathbf{84,30\,EUR}$

Au cours actuel, le potentiel sur cet objectif est de +35%.

Conclusion

Campine est apparu sur nos radars en raison d'un niveau de création de valeur remarquable et d'un prix attractif. Avec un retour sur fonds propres de l'ordre de 30% sur les deux derniers exercices et un PER inférieur à 6, nous avons naturellement eu envie d'en savoir plus.

Nous avons découvert une entreprise bien gérée, mais aux résultats volatils car fortement dépendants du prix des métaux. Après deux exercices exceptionnels et un bon début d'année 2023, un recul marqué des résultats n'est pas à exclure si les prix de l'antimoine et du plomb partent à la baisse.

Parmi les autres risques identifiés, notons la faible liquidité du titre (de l'ordre de 15k EUR par jour en moyenne) et le verrouillage du capital par un actionnaire majoritaire. On a déjà fait les

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

frais d'un dirigeant majoritaire peu scrupuleux avec [Tessenderlo](#). On espère que ça ne sera pas le cas ici.

Cela dit, l'acquisition des actifs de Recyclex en France est une opération juteuse pour Campine et devrait permettre au groupe de réaliser un bel exercice 2023 si les prix des métaux se maintiennent. À plus long terme, la modernisation des usines françaises pourrait permettre d'améliorer la rentabilité de ces sites.

Par ailleurs, l'activité de recyclage du groupe n'est pas sexy pour un sous, mais elles s'inscrivent dans la tendance actuelle *green*, ESG, développement durable ... Le démarrage en 2022 de l'activité de recyclage du plastique pourrait par ailleurs conduire à des synergies entre les deux activités du groupe et offrir des opportunités de croissance d'après son PDG :

« Il existe des synergies considérables avec notre activité Specialty Chemicals en termes de technologie et de clientèle. De plus, l'activité de recyclage de plastiques offre de nombreuses opportunités de croissance. »

À suivre lors des prochaines publications...

Vous êtes perdu avec le vocabulaire utilisé ?

Retrouvez l'ensemble du vocabulaire spécifique aux daubasses ainsi que les principales notions financières [dans le lexique](#) [cliquez sur le lien].

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