

Première impression: Lacroix, le mini-conglomérat mal compris ?

a) Le groupe nantais **Lacroix** (LACP.PA, LACR FP ; 22,76€) vient de présenter ses résultats annuels à fin septembre 2014, résultats qui sont plutôt bons, puisque Lacroix fait de la **croissance** (CA +8,2%), et **améliore sa marge** op. consolidée (de 3,4% à 3,7%). Mais des résultats qui montrent aussi, comme d'habitude, une grande **volatilité** entre les trois pôles d'activité du groupe. De fait, la branche Electronique progresse

fortement (+23%) et triple sa contribution, alors que la branche Signalisation fait exactement l'inverse :

	Activités et Résultats 2013-2014:					Rappel 2012-2013 :		
	CA09/14	RO	RO/CA	%CA	Var. :	CA09/13	RO	RO/CA
Electronique	226,5	3,1	1,4%	63%	+23,2%	183,9	0,9	0,5%
Télégestion	36,2	9,7	26,8%	10%	+18,7%	30,5	7,1	23,3%
Signalisation	99,7	1,3	1,3%	28%	-16,5%	119,4	3,6	3,0%
Eliminations	-6,5	-0,8				-5,0	-0,4	
	355,9	13,3	3,7%	100%	+8,2%	328,8	11,2	3,4%

On peut ne pas rentrer dans le détail des opérations de chaque branche (détails que vous trouverez sûrement par ailleurs dans la recherche broker de la place) et se contenter de quelques remarques sur le phénomène Lacroix.

b) Première remarque, il est important de noter que Lacroix est un petit **conglomérat** (familial), qui profite bien, apparemment, des **avantages** de ce mode d'organisation : i) la **diversification** du risque, avec des activités qui ont des cycles différents, et ii) une **allocation de capital optimale** éventuellement, le free cash-flow d'une ou plusieurs activités pouvant éventuellement financer les opportunités de développement d'une autre. De fait, Lacroix arrive à faire **une croissance significative dans la durée**, y compris avec des petites acquisitions, soit plus de +5% par an en moyenne ces dernières années, **tout en améliorant son bilan** : le gearing du groupe était de 22% en fin d'exercice contre 30% un an avant. En 2013-2014, le free cash-flow pléthorique de la Télégestion (+6,6M€ selon la direction) a vraisemblablement soutenu la croissance forte (+23%) mais consommatrice de cash (FCF -2,6M€) de l'Electronique, dont l'activité est intense en capital, et qui a procédé à de gros investissements de capacités.

c) Deuxième remarque, la **gestion** du groupe est **résolument axée sur le long terme**, comme il se doit quand on est industriel. C'est bien ce que souligne la direction, quand, par exemple, i) elle rappelle que si la branche **Electronique** apporte les 2/3 de l'activité à présent, c'est parce que cela a été **décidé** (et annoncé) **il y a dix ans**, ii) elle explique qu'en dépit d'un marché mal orienté et de marges en berne, la branche **Signalisation a toujours un avenir**, d'où les investissements de productivité, les réorganisations et une filiale espagnole repositionnée pour profiter des opportunités, des concurrents à vendre, sur ce marché, et, enfin, iii) elle prépare activement le **développement futur** de la **Télégestion**, qui sature un peu en France, à l'export, et dans le génie climatique, en investissant résolument dans les forces de vente et la R&D.

d) Troisième remarque : comme souvent, **la vertu long-termiste est mal récompensée**. Lacroix, bien qu'ayant fait un parcours récent honorable en Bourse, soit +27% en 2014 (et +93% en presque deux ans, depuis notre commentaire "Nette prime de défiance" du 14/02/2013 chez BIL Finance), paraît encore **valorisé faiblement** à 0,24x CB/CA, 0,32x VE/CA et avec un **PER de moins de 8x** la prévision de résultat à fin septembre 2016, soit nettement moins que PSB Industries (PSB ; 38,60€), un autre petit conglomérat industriel (respectivement 0,55x, 0,81x et 8,8x), ou encore que Signaux Girod (GIRO : 24,50€), son

concurrent frontal dans la signalisation (respectivement 0,22x, 0,38x et 12,3x). Et, pour ne rien arranger, on constate que le cours du titre a perdu toute dynamique depuis maintenant plus de six mois :



On peut tenter d'expliquer ce **dédain relatif** des investisseurs par le fait que la **marge opérationnelle** consolidée du groupe est, elle aussi, **faible** en valeur absolue, entre 3,4 et 4%, depuis des années. Sans parler de la **volatilité**, déjà évoquée, des marges de chaque branche d'une année sur l'autre, qui n'aide pas la **visibilité**. Et alors que, de plus, la marge consolidée ne devrait toujours pas progresser significativement sur l'exercice en cours 2014-2015, la direction ayant annoncé que l'usine tunisienne de la branche Electronique, fortement perturbée par la vie politique locale en octobre dernier, avait généré de fortes pertes (2M€) sur le premier trimestre de l'exercice. Bref : **le mini-conglomérat semble avoir du mal à se faire comprendre par des investisseurs**, qui veulent du résultat, et vite. Ce qui semble un peu dommage pour une affaire qui **croît régulièrement tout en générant du cash**.

e) Ce qui amène la dernière remarque : qu'arriverait-il le jour où, pour une raison ou pour une autre, les trois divisions dégageraient **en même temps** les résultats corrects que l'on est en droit d'attendre de chacune d'entre elles ? Si, par exemple, dans trois ou quatre ans, Lacroix se présentait ainsi :

	Activités et Résultats :		
	CA	RO	RO/CA
Electronique	260,0	11,7	4,5%
Télégestion	50,0	11,0	22,0%
Signalisation	105,0	3,7	3,5%
	415,0	26,4	6,4%

La réponse est simple : à solde financier constant et taux d'IS à 33,3% le résultat net serait alors de 16,5M€. Valorisé 8x, ce résultat donne un cours théorique de 35€. C'est tout ce qu'on peut en dire, finalement. **J Lieury 16 janvier 2015**