



Chargeurs

Sociétés holdings / France

CHS porte les résultats 2020 à un niveau record

Publication Res./CA - 24/02/2021

Apportant la preuve du caractère astucieux et agile de sa gestion de la crise sanitaire et du contexte de marché difficile lié à la pandémie, Chargeurs est parvenu à clôturer 2020 à un niveau de rentabilité record. Cette performance s'explique à la fois par la contribution de la nouvelle activité dans le secteur des équipements de protection individuelle et par un solide rebond de sa principale division Protective Films. Prenant acte d'un scénario plus favorable pour 2021, le groupe donne désormais un aperçu sur ses objectifs ambitieux pour 2025 qui mettent davantage l'accent sur le soutien de la croissance lfl.

Actualité

Chargeurs avait déjà publié son chiffre d'affaires 2020 en janvier, d'un montant légèrement inférieur à nos prévisions (-2,3%). A 79,3m€, le ROPA est quant à lui supérieur de 4,5% à nos attentes et marque un record historique. Ce surcroît de performance s'explique par une rentabilité plus forte que prévu de Chargeurs Healthcare Solutions (CHS), dont la marge opérationnelle a atteint 20,9% (alors que nous l'attendions à 19,1%). La performance opérationnelle des activités historiques du groupe a été conforme à nos attentes.

Le compte de résultat détaillé communiqué par le groupe, et résumé par le tableau ci-dessous, montre clairement quels ont été les différents facteurs à l'origine des résultats 2020 record.

In millions of euros	12/31/2020	12/31/2019	Change
Revenue	822.0	626.2	31.3%
Gross profit	219.0	167.0	31.1%
As a % of revenue	26.6%	26.7%	
EBITDA	102.4	60.0	70.7%
As a % of revenue	12.5%	9.6%	
Recurring operating profit	79.3	41.4	91.5%
As a % of revenue	9.6%	6.6%	
Amort. intangible assets linked to acq.	-5.3	-2.5	
Non-recurring	-18.2	-7.0	
Operating profit/(loss)	55.8	31.9	74.9%
Net financial expense	-9.5	-11.5	
Tax	-4.3	-4.9	
Associates	-1.7	-0.4	
Net profit	40.3	15.1	166.9%
Attributable net profit	41.0	15.1	171.5%

Very strong business at CHS and remarkable performance of CPF
Accretive effect of CHS offsetting the temporary declines in the other businesses
Strong contribution of CHS
Record profitability linked to the performance of CHS and overall positive recurring operating profit for the historic businesses
Increase in PPA linked to the acquisition of D&P
Allocation to "Chargeurs Philanthropy" fund, acquisition costs and acceleration of some adaptations and reorganizations
Tight control of financial costs
Further capitalization of a part of tax loss carryforward, in particular linked to the acquisition of D&P in the US

La dette nette du groupe n'a quant à elle que légèrement augmenté, passant à 126,7m€ fin 2020 (contre 122,4m€ en 2019). De son côté, l'EBITDA a atteint un niveau record à 102,4m€, porté par de bons résultats opérationnels. De fait, le ratio dette nette/EBITDA a atteint de 1,2x, mettant le groupe en bonne position pour lancer son nouveau plan stratégique à l'horizon 2025.

Ces résultats remarquables ont conduit à une forte augmentation du dividende. Ce dernier est ainsi passé de 0,40€ par action en 2019 à 1,32€ par action 2020 (dont 0,28€ déjà versé sous forme d'acompte).

Analyse

Compte tenu des résultats 2020 publiés par Chargeurs, la direction du groupe a réalisé un véritable exploit, sachant transformer un contexte défavorable en une opportunité de créer une nouvelle ligne de métier, désormais le cinquième pilier



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: 32,0 %

Cours objectif à 6 mois 29,7 €

Cours 22,5 €

Cap. boursière M€ 547

Momentum du cours **FORT**

Extrême 12 mois 8,48 ▶ 23,0

Sustainability score 3,1 / 10

Credit Risk **BB** →Bloomberg **CRI FP Equity**Reuters **CRIP.PA**
[Téléchargez l'analyse complète](#) [Page valeur](#)


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	8,17 %	17,2 %	32,4 %	39,0 %
Autres Financières	-3,50 %	3,00 %	9,65 %	11,1 %
STOXX 600	-1,88 %	0,68 %	5,78 %	-3,91 %

Dernière maj : 28/01/2021	12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
PER ajusté (x)	26,6	7,66	28,9	21,7
Rendement net (%)	2,28	4,29	2,89	3,11
VE/EBITDA(R) (x)	9,10	5,29	10,6	9,01
BPA ajusté (€)	0,66	2,07	0,78	1,04
Croissance des BPA (%)	-42,6	213	-62,4	33,3
Dividende net (€)	0,40	0,68	0,65	0,70
Chiffre d'affaires (M€)	626	822	649	708
Marge opérationnelle coura...	6,61	9,23	6,38	7,38
Résultat net pdg (M€)	15,1	47,2	18,0	24,1
ROE (après impôts) (%)	6,42	17,4	5,48	6,56
Taux d'endettement (%)	51,9	50,9	47,7	42,2

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

de ses nouvelles ambitions en matière de croissance organique, en tournant la page du précédent plan stratégique Game Changers. Autre exploit, Chargeurs sort d'une année 2020 pour le moins agitée avec une situation financière plus solide, tout en ayant financé deux acquisitions tactiques venues compléter l'offre de "one-stop-shop" de sa division Museum Solutions.

Répartition du CA par division



Source: rapports d'entreprise

Le rebond marqué des performances de Protective Films au T4 2020 renforce les perspectives pour 2021

Alors que l'environnement commercial a été la plupart du temps très difficile en 2020 au sein des principaux marchés de CPF, la division a pu récupérer la majeure partie du terrain perdu, clôturant l'exercice avec un chiffre d'affaires de 270,4m€, en recul de seulement -1,8% en données lfl par rapport à 2019.

Les performances en termes de rentabilité ont également plutôt bien résisté, les produits de CPF étant essentiels aux chaînes d'approvisionnement industrielles partout dans le monde, tandis que le positionnement sur le marché haut de gamme de la division contribue à freiner l'érosion de ses marges. La baisse a été modeste, la marge opérationnelle passant de 8,5% en 2019 à 6,3% (17,0m€) en 2020. La bonne tenue du ROPA devrait annoncer une amélioration significative en 2021, les volumes devant alors retrouver leurs niveaux d'avant la pandémie.

Fashion Technologies : les difficultés du secteur de la mode pèsent sur les résultats et sur les perspectives à court terme

En raison de son exposition au secteur de la mode, durement frappé par la pandémie et les mesures de confinement qui ont considérablement réduit les activités des détaillants de mode, la division n'a pas pu échapper à un ralentissement de son chiffre d'affaires et de ses résultats d'autant plus difficile à accepter que la fin d'année aurait été sinon positive. En 2020, le chiffre d'affaires de CFT-PCC a baissé de 35,3% en données lfl à 131,8m€, et le ROPA s'est effondré de 17,5m€ (marge de 8,3%) à 5,1m (marge de 3,9%).

A l'inverse de CPF, les perspectives 2021 pour Fashion Technologies restent difficiles, la direction reconnaissant qu'un retour des volumes à leurs niveaux d'avant la pandémie n'est pas attendu à court terme. Dans un contexte marqué par un recul structurel de ces derniers, l'accent devrait être mis en 2021 sur la sauvegarde de la rentabilité. Nous tablons donc sur une amélioration à 6,2% de marge opérationnelle en 2021.

Museum Solutions: les derniers ajouts compensent la faiblesse de Technical Substrates

Les résultats 2020 de la division sont marqués par un contraste entre la gravité des conséquences de la crise sanitaire sur les activités de l'ancienne division et les bonnes performances de la niche des services et solutions pour les musées créée depuis peu. En ce qui concerne les premiers, le contexte difficile pour la vente au détail lié aux mesures de confinement et de distanciation sociale a

entraîné une baisse de la demande de publicité et d'affiches dans les magasins de détail, tandis que l'absence totale de salons d'exposition a représenté un double coup dur pour les principaux marchés finaux de la division Technical Substrates.

Dans le même temps, les activités de Chargeurs tournées vers les musées ont encore remporté d'importants contrats qui devraient conférer une bonne visibilité à l'équipe voisine. Globalement, cette tendance s'est traduite par un chiffre d'affaires en baisse de 47,5% en organique, mais en hausse de 38,3% en publié, à 51,6m€. Le ROPA a atteint 1,9m€ (marge de 3,7%).

Healthcare Solutions : un tel niveau de rentabilité a constitué une bonne surprise

Alors que nous avons déjà salué la performance que représentait la contribution au chiffre d'affaires de 303,6m€ de la toute nouvelle division de Chargeurs. La rentabilité exceptionnelle d'une division qui n'existait pourtant pas encore début 2020 apparaît comme la cerise sur le gâteau.

A 20,9%, la marge opérationnelle est supérieure à nos prévisions déjà optimistes (selon nous). Si le succès commercial de la gamme de produits EPI a été facilité par le contexte de crise sanitaire sans précédent, il convient de saluer l'habileté de la direction à générer une importante génération de trésorerie (ROPA de 63,5m€) à partir des actifs existants. En outre, la division a été créée en minimisant les besoins en capitaux employés, ces derniers restant globalement stables par rapport à leur niveau de 2019 à l'échelle du groupe.

Si les très bonnes performances de 2020 ne devraient pas être reproduites en 2021, la pandémie étant maîtrisée grâce aux campagnes de vaccination en cours, la prévision de Chargeurs d'un chiffre d'affaires de CHS compris entre 50m€ et 100m€ en 2021 confirme que le groupe a su se doter d'un atout stratégique qui soutiendra ses ambitions en matière de croissance, comme le soulignent par ailleurs les objectifs du nouveau plan stratégique.

Le nouveau plan stratégique prévoit à la fois acquisitions et croissance Ifl

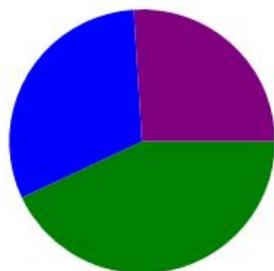
La publication des résultats 2020 a donné l'occasion au PDG de Chargeurs, Mr Michael Fribourg, de présenter une feuille de route pour le groupe pour ces cinq prochaines années baptisée "Leap Forward 2025". Si la poursuite de la croissance externe caractérisait le précédent plan stratégique, maintenant que le groupe a été en mesure de constituer cinq divisions opérant au sein de cinq niches distinctes avec de solides perspectives de croissance, le rôle de la croissance organique ("embarquée" selon le jargon de Chargeurs) sera d'autant plus déterminant pour atteindre les objectifs à l'horizon de 2025.

Le groupe vise un chiffre d'affaires de 1,5md€ d'ici 2025, avec un objectif en termes de rentabilité de 10%, correspondant à 150m€ de ROPA, comparé à un niveau "normalisé" de 49m€ en 2019. Les 100m€ de ROPA supplémentaires proviendront à parts égales de la croissance Ifl et des acquisitions. La dette devrait rester relativement stable (actuellement, elle représente 0,5x les fonds propres). Nous percevons ces objectifs comme la poursuite rassurante d'une stratégie qui a bien réussi au groupe, à l'image des bonnes performances en pleine crise sanitaire et économique.

■ Impact

Notre modèle est actuellement en cours de révision pour tenir compte des résultats 2020. Nous allons prolonger nos estimations jusqu'en 2023 et nous maintenons notre recommandation positive sur le titre.

Géographie du chiffre d'affaires



■ Europe (43,0 %)
■ Asia (31,0 %)
■ Americas (26,0 %)

Compte d'exploitation consolidé

		12/19A	12/20E	12/21E
Chiffre d'affaires	M€	626	822	649
Croissance du CA	%	9,23	31,3	-21,0
Variation des coûts de personnel	%	7,15	6,23	9,74
EBITDA	M€	60,0	97,3	63,3
Marge d'EBITDA(R)	%	9,58	11,8	9,75
Dotations aux amortissements	M€	-18,6	-18,9	-20,8
Résultat opérationnel courant	M€	38,9	75,9	39,0
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	31,9	68,9	31,0
Résultat financier net	M€	-11,5	-12,8	-16,8
dt serv. des engagts de retraites	M€	-0,30	-0,14	-0,21
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€			
Impôts sur les sociétés	M€	-4,92	-9,32	3,23
Mises en équivalence	M€	-0,40	0,50	0,50
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Résultat net ajusté, pdg	M€	15,1	47,2	18,0
NOPAT	M€	27,0	53,7	28,0

Tableau de financement

		12/19A	12/20E	12/21E
EBITDA	M€	60,0	97,3	63,3
Variation du BFR	M€	-13,3	16,7	6,04
Dividendes reçus des SME	M€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	-3,30	-9,32	3,23
Eléments exceptionnels	M€			
Autres cash flow d'exploitation	M€	-8,10	-8,00	-8,00
Cash flow d'exploitation total	M€	35,3	96,6	64,6
Investissements matériels	M€	-25,3	-23,0	-18,0
Flux d'investissement net	M€	-34,7	-81,6	-28,0
Charges financières nettes	M€	-11,5	-12,8	-16,8
Dividendes (maison mère)	M€	-8,60	-16,4	-15,8
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	-9,80	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	-15,2	97,1	-75,7
Variation de la trésorerie	M€	-16,1	112	-39,1
Cash flow disponible (avant div)	M€	-1,50	60,8	29,8

Données par action

		12/19A	12/20E	12/21E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	22,7	23,0	23,2
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	22,8	22,9	23,1
BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)	€	0,66	2,07	0,78
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,40	0,68	0,65

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	31,9 €	55 %	● Hal Trust
Rendement	29,7 €	20 %	● Sonae
DCF	32,9 €	10 %	● GBL
P/E	18,4 €	10 %	● Bolloré
Cours/Actif net comptable	21,7 €	5 %	● Solvay
Objectif de cours	29,7 €	100 %	● AkzoNobel
			● Wacker Chemie
			● Ackermans & van H...

[Calcul NAV/SOTP](#)

Bilan

		12/19A	12/20E	12/21E
Survaleurs	M€	136	206	213
Total actif incorporel	M€	173	244	251
Immobilisations corporelles	M€	87,3	110	134
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	12,6	20,0	25,0
BFR	M€	48,5	31,8	25,8
Autres actifs courants	M€	31,6	32,0	35,0
Actif total (net des engagements CT)	M€	386	475	512
Capitaux propres part du groupe	M€	232	309	347
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	M€	18,3	16,2	16,5
Autres prov. pour risques et charges	M€	0,40	0,50	0,50
Total des prov. pr risques et charges	M€	18,7	16,7	17,0
Charges d'IS	M€	-27,7	-30,0	-30,0
Autres charges	M€	13,4	13,4	13,4
Endettement net / (trésorerie)	M€	149	166	165
Passifs totaux	M€	386	475	512

Capitaux employés

		12/19A	12/20E	12/21E
Capitaux investis	M€	347	436	470

Ratios de profits & risques

		12/19A	12/20E	12/21E
ROE (après impôts)	%	6,42	17,4	5,48
Rendement des capitaux investis	%	7,79	12,3	5,95
Ratio d'endettement	%	51,9	50,9	47,7
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	2,91	2,01	3,15
Couverture des frais financiers	x	3,47	5,99	2,35

Ratios de valorisation

		12/19A	12/20E	12/21E
PER ajusté	x	26,6	7,66	28,9
Rendement du cash flow disponible	%	-0,38	16,7	5,72
P/ANC	x	1,71	1,18	1,50
Rendement du dividende	%	2,28	4,29	2,89

Valeur d'entreprise

		12/19A	12/20E	12/21E
Capitalisation boursière	M€	398	364	521
+ Provisions	M€	18,7	16,7	17,0
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	123	136	130
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	25,8	30,0	35,0
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€	19,3	32,3	32,3
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	0,00	0,00	0,00
= Valeur d'entreprise	M€	546	515	670
VE/EBITDA(R)	x	9,10	5,29	10,6
VE/CA	x	0,87	0,63	1,03

Analyste : Jorge Velandia, Changements de prévisions : 28/01/2021.