



Chargeurs

Service aux entreprises / France

Résultats opérationnels conformes aux prévisions pour 2023

Publication Res./CA - 16/02/2024

Bien que l'année 2023 ait été décevante, le chiffre d'affaires et le résultat opérationnel courant de Chargeurs ont été globalement conformes à nos attentes. Comme nous l'avions annoncé, la douleur est venue du générateur de trésorerie, Chargeurs Advanced Materials, en raison de la volatilité des commandes. Le bon côté des choses a été Chargeurs Museum Studio avec des livraisons stupéfiantes. Le faible Ebit-FCF de 2023 a dû faire face à des coûts d'intérêts élevés de 29,7 millions d'euros et à des problèmes d'endettement. Cela ne doit pas être structurel et ne fera pas dérailler les ambitions à long terme de la direction.

Actualité

- Chargeurs a lancé une offre publique d'achat à 12 € par action pour son actionnaire de référence Columbus afin d'obtenir plus de 50 % (50 % + 1 action au moins) de Chargeurs. L'offre est valable jusqu'au 13 mars 2024. En conséquence, aucun dividende ne sera versé cette année et les investisseurs devront attendre 2025.
- Chargeurs a réalisé un chiffre d'affaires de 653,2 millions d'euros en 2023, en baisse organique de 6,9%, et un résultat opérationnel de 26,6 millions d'euros, en baisse de 42%, mais globalement en ligne avec nos attentes, principalement affecté par la GPAO.
- En 2023, Chargeurs Advanced Materials (CAM) a enregistré un chiffre d'affaires de 272 M€, soit une baisse de 18,2% en glissement annuel (organique de 17%), et un bénéfice opérationnel sous-jacent en baisse de 55,7% à 10,1 M€, supérieur à nos attentes. La division a été pénalisée par la volatilité de la demande.
- Chargeurs Museum Studio (CMS) a enregistré une forte hausse de son



Saïma HUSSAIN

supportservices@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

corporate.alphavalue.com

Cette analyse a été commandée et financée par l'entreprise concernée et constitue donc un avantage non-monétaire mineur tel que défini par MIFID2

Accumuler	Potentiel: 21,0 %
Cours objectif à 6 mois	14,4 €
Cours	11,9 €
Cap. boursière M€	301
Momentum du cours	FORT
Extrême 12 mois	6,40 ▶ 15,2
Sustainability score	2,3 /10
Credit Risk	B ↗
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA


[Téléchargez l'analyse complète](#) [Page valeur](#)


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	0,17 %	1,02 %	36,6 %	-15,9 %
Services aux entreprises	0,84 %	4,51 %	7,12 %	-0,97 %
STOXX 600	0,67 %	3,27 %	7,48 %	5,21 %

chiffre d'affaires à 105,8 M€ (au-dessus des 120 M€ attendus en incluant Hypsos, qui a été classé comme " actif détenu en vue de la vente "). Le résultat opérationnel de la division s'est élevé à 8,5 millions d'euros, en hausse de 44%, ce qui a permis d'augmenter la marge à 8%.

- En ligne avec la baisse de la contribution de l'EBITDA (notamment chez CAM), le cash flow net des activités opérationnelles a fortement diminué, passant de -7,4 M€ à -15,2 M€.
- La position de la dette nette du Groupe s'est détériorée à 235,6 millions d'euros à la fin de 2023, contre 174,7 millions d'euros à la fin de 2022, portant le ratio Dette nette/EBITDA à 5x, contre 2,6x en 2022.
- A partir de 2024, Chargeurs prévoit une reprise de l'activité. Chargeurs a l'intention de renforcer son ratio d'endettement, avec un objectif de ratio Dette nette/EBITDA de 2,5x à 3,5x grâce à un redressement de l'Ebitda.

€m	2023	2022	var. 22 vs. 21	
			reported	like-for-like
Total full-year				
Technologies	465.1	559.0	-16.8%	-10.1%
Chargeurs Advanced Materials	272.0	332.6	-18.2%	-17.3%
Chargeurs PCC Fashion Technologies (incl. Healthcare Solutions)	193.1	226.4	-14.7%	+0.6%
Chargeurs PCC Fashion Technologies (excl. Healthcare Solutions)	193.1	220.0	-12.2%	+3.5%
Luxury	188.1	174.9	+7.5%	+3.4%
Chargeurs Museum Studio	105.8	74.7	+41.6%	+33.5%
Chargeurs Luxury Fibers	73.3	94.7	-22.6%	-21.0%
Chargeurs Personal Goods	9.0	5.5	+63.6%	+14.5%
Group Total	653.2	733.9	-11.0%	-6.9%

■ Analyse

Chargeurs a fait face à un environnement 2023 particulièrement difficile, marqué par le ralentissement de la Chine, des coûts énergétiques record, des taux d'intérêt élevés et le ralentissement des secteurs industriels. Les résultats de Chargeurs pour l'exercice 2023 ont été pénalisés par le déclin de Chargeurs Advanced Materials (CAM), avec un effet volume négatif, malgré le rebond du T4 23. Néanmoins, le chiffre d'affaires et les marges du Groupe sont globalement en ligne avec nos estimations. Sur 2023, Chargeurs enregistre une baisse de 11% de son chiffre d'affaires (dont 7% en organique) à 653,2 M€ (vs 733,9 M€ en 2022 et 669 M€ attendus) et une baisse de 11% de son résultat opérationnel sous-jacent à 26,6 M€ (vs 46,1 M€ en 2022 et 26,2 M€ attendus).

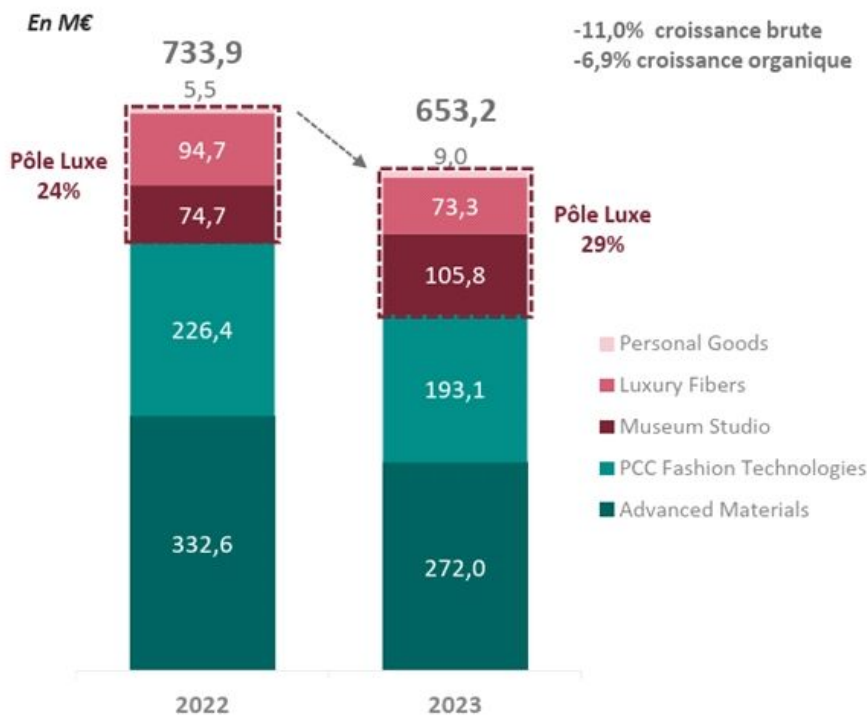
Offre publique d'achat : à prendre ou à laisser

Après une année 2023 particulièrement tumultueuse, Chargeurs a lancé son OPA au prix de 12 €, initiée par Columbus Holding et Columbus Holding 2, contrôlés par le PDG Michaël Fribourg, sans intention de retirer ses titres de la cote. L'argent familial (Columbus et ses bailleurs de fonds) est désireux d'avoir une vision à long terme pour Chargeurs qui ne sera pas impressionné par les fluctuations de la rentabilité à court terme. En fait, Columbus offre aux détenteurs d'actions à court terme la possibilité de se retirer gracieusement. Le "nouveau" Chargeurs sera présenté au premier trimestre 2025, une fois que les plans stratégiques auront été finalisés. Nous pensons que les banques – qui sont essentielles à ce déploiement à long terme – sont heureuses de soutenir Columbus avec des conditions limitées.

Ventilation des revenus par division

Dernière maj : 22/11/2023	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté (x)	18,3	72,5	19,9	12,2
Rendement net (%)	4,51	1,52	5,03	8,21
VE/EBITDA(R) (x)	8,72	10,7	8,07	6,34
BPA ajusté (€)	0,92	0,16	0,60	0,98
Croissance des BPA (%)	-29,2	-82,3	267	63,3
Dividende net (€)	0,76	0,18	0,60	0,98
Chiffre d'affaires (M€)	746	669	753	843
Marge opérationnelle coura...	6,08	3,91	5,75	7,06
Résultat net pdg (M€)	22,1	3,92	14,4	23,2
ROE (après impôts) (%)	8,08	1,45	5,30	7,78
Taux d'endettement (%)	53,5	74,3	74,7	68,3

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



Du côté du chiffre d'affaires, les performances des divisions Luxe et Technologie ont été très contrastées en 2023, avec une croissance organique de +3,4 % et de -10,1 % respectivement. Dans le pôle technologique, Chargeurs Advanced Materials (CAM) et Chargeurs PCC Fashion Technologies (PCC-FT) ont tous deux connu une année difficile, avec des baisses respectives de 18,2% et 12,2%. En S1-23, CAM a été pénalisé par une contraction des volumes dans un contexte de déstockage post-Covid et la reprise progressive des volumes observée en T3-23 n'a pas permis de compenser la baisse des coûts du polyéthylène répercutée sur les clients. Pour l'avenir, Chargeurs prévoit une amélioration des volumes à partir de 2024, sans toutefois retrouver les niveaux records de 2021-2022. CFT PCC, pour sa part, a été pénalisée par l'hyperinflation et la forte dévaluation (50%) du peso argentin, mais a maintenu sa croissance organique à 3,5% en 2023.

Le pôle Luxe maintient sa dynamique, portée par l'agrandissement du studio du musée Chargeurs, qui enregistre une croissance organique remarquable de 33,5% de son chiffre d'affaires en 2023 à 105,8 M€, et 120 M€ en incluant Hypsos. Le Groupe réaffirme son objectif d'un chiffre d'affaires de 150 M€ en 2024, nonobstant la cession d'Hypsos. Le pôle Chargeurs Luxury Fibers enregistre une décroissance organique de 21%, avec un chiffre d'affaires de 73,3 M€, en raison notamment du cyclone qui a affecté son activité en début d'année.

Baisse de la rentabilité, à nouveau pénalisée par CAM

Sur le plan de la rentabilité, en ligne avec les développements négatifs de CAM, l'Ebit a fortement baissé à 26,6 M€ contre 46,1 M€ en 2023, bien que conforme à nos attentes (estimées à 26,2 M€). Ainsi, CAM a enregistré un niveau anormalement bas de résultat opérationnel d'activité, à 10,1 M€ ou 3,7 % du chiffre d'affaires, en raison d'une moindre absorption des coûts fixes. En revanche, en cohérence avec la croissance de 42% de son chiffre d'affaires, CMS a enregistré une hausse de 44% de son résultat opérationnel à 8,5 M€, portant la marge à 8% en 2023. Les marges de la NSI et de la CFT-PCC ont été conformes à nos attentes. Pour CFT-PCC, la rentabilité a été affectée par la hausse des coûts de l'énergie et l'hyperinflation, qui ont eu un effet négatif de 3 M€ sur l'EBIT, réduisant la marge à 7 %. Quant à CLF, la rentabilité a augmenté à 3%, contre une marge d'EBIT de 2,1% en 2022, sous couvert du boom de

NATIVA.

La faible génération de FCF met le bilan sous pression

En raison de la baisse de la contribution de l'EBITDA (en particulier chez CAM), le flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles a fortement diminué, passant de -7,4 millions d'euros à -15,2 millions d'euros. Avec des investissements plus élevés, la position de la dette nette du Groupe s'est détériorée pour atteindre 235,6 millions d'euros à la fin de 2023, contre 174,7 millions d'euros à la fin de 2022, augmentant le ratio Dette nette/EBITDA à 5x, contre 2,6x en 2022.

La hausse des taux d'intérêt, couplée à la situation hyperinflationniste en Argentine, a conduit à une forte augmentation des charges financières à 29,7 M€ contre 18,9 M€ l'an dernier et 20,5 M€ prévus.

2024 s'annonce sous de meilleurs auspices

Le pire semble être passé avec des signes de rebond, notamment avec une reprise des volumes dans l'activité principale, CAM, qui a enregistré une croissance des volumes de 5% en glissement annuel au T4-23. En conséquence, le Groupe s'attend à générer un flux de trésorerie opérationnel positif et à revenir à un niveau normal de revenu net. Chargeurs espère ainsi atteindre un ratio dette nette/EBITDA d'environ 2,5-3,5x.

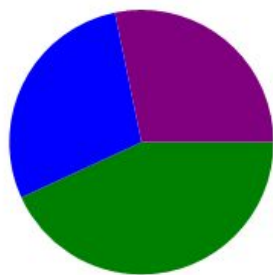
2025, nouvelle feuille de route

Comme l'a dit Chargeurs, 2024 est une année de transition, même si la CAM devrait commencer à rebondir. Il faudra attendre 2025 pour voir un changement chez Chargeurs, date à laquelle un nouveau plan d'exploitation pour le cycle 2025-2030 sera dévoilé. D'ici là, les investisseurs devront s'armer de patience.

■ Impact

La publication des résultats de 2023 est également un tournant vers une sorte de Chargeurs Mark II sous l'égide de son PDG et de son actionnaire de contrôle. Le PDG Fribourg est déterminé à déployer une expansion de la valeur pour Chargeurs en tant que société holding à long terme. Le message est que les minoritaires sont les bienvenus, mais qu'ils ne doivent pas se plaindre auprès de la direction des aléas des bénéfices à court terme. AlphaValue reviendra très probablement à son analyse de Chargeurs en tant que HoldCo (construction de la valeur des actifs) par opposition à un conglomérat intégré (axé sur les bénéfices et les paiements à court terme). Il est peu probable que l'objectif de cours en pâtisse.

Géographie du chiffre d'affaires



Europe (43,2 %)
Americas (28,6 %)
Asia (28,2 %)

Compte d'exploitation consolidé

	12/22A	12/23E	12/24E
Chiffre d'affaires	M€ 746	669	753
Croissance du CA	% 1,33	-10,3	12,6
Variation des coûts de personnel	% 6,99	5,45	5,40
EBITDA	M€ 67,9	47,8	64,9
Marge d'EBITDA(R)	% 9,10	7,13	8,61
Dotations aux amortissements	M€ -22,5	-21,0	-23,6
Résultat opérationnel courant	M€ 38,9	20,9	34,7
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€ 38,5	15,9	29,7
Résultat financier net	M€ -19,1	-20,5	-16,2
dt serv. des engagts de retraites	M€	-0,23	-0,96
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€		
Impôts sur les sociétés	M€ 2,50	7,77	0,21
Mises en équivalence	M€ 0,00	0,70	0,70
Intérêts minoritaires	M€ 0,20	0,00	0,00
Résultat net ajusté, pdg	M€ 22,1	3,92	14,4
NOPAT	M€ 29,2	16,6	27,4

Tableau de financement

	12/22A	12/23E	12/24E
EBITDA	M€ 67,9	47,8	64,9
Variation du BFR	M€ -40,5	-9,47	-14,0
Dividendes reçus des SME	M€ 0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€ -4,00	7,77	0,21
Eléments exceptionnels	M€		
Autres cash flow d'exploitation	M€ -15,9	-8,00	-8,00
Cash flow d'exploitation total	M€ 7,50	38,1	43,1
Investissements matériels	M€ -10,8	-17,8	-20,0
Flux d'investissement net	M€ -23,1	-27,8	-30,0
Charges financières nettes	M€ -19,1	-20,5	-16,2
Dividendes (maison mère)	M€ -17,9	-13,2	-1,32
Dividendes payés aux minoritaires	M€ 0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€ -3,90	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€ -81,7	-8,09	-19,5
Variation de la trésorerie	M€ -97,3	2,16	-6,47
Cash flow disponible (avant div)	M€ -22,4	-0,24	6,89

Données par action

	12/22A	12/23E	12/24E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio 24,0	24,0	24,2
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio 24,0	24,0	24,1
BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)	€ 0,92	0,16	0,60
Actif net réévalué par action	€		
Dividende net par action	€ 0,76	0,18	0,60

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	11,7 €	35 %	● Teleperformance
Somme des parties	28,0 €	20 %	● Bureau Veritas
VE/Ebitda	6,72 €	20 %	● Rentokil Initial
P/E	6,87 €	10 %	● Quadient
Rendement	17,7 €	10 %	● AkzoNobel
Cours/Actif net comptable	18,7 €	5 %	
Objectif de cours	14,4 €	100 %	

Calcul NAV/SOTP

Bilan

	12/22A	12/23E	12/24E
Survaleurs	M€ 217	224	230
Total actif incorporel	M€ 276	283	289
Immobilisations corporelles	M€ 84,4	91,4	98,4
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€ 8,10	8,10	8,10
BFR	M€ 15,4	24,9	38,9
Autres actifs courants	M€ 49,0	49,0	49,0
Actif total (net des engagements CT)	M€ 475	499	527
Capitaux propres part du groupe	M€ 280	262	283
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€		
Intérêts minoritaires	M€ 0,20	0,20	0,20
Provisions pour retraite	M€ 12,6	27,3	28,7
Autres prov. pour risques et charges	M€ 13,1	13,1	13,1
Total des prov. pr risques et charges	M€ 25,7	40,4	41,8
Charges d'IS	M€ -42,8	-42,8	-42,8
Autres charges	M€ 30,4	30,4	30,4
Endettement net / (trésorerie)	M€ 182	208	215
Passifs totaux	M€ 475	499	527

Capitaux employés

	12/22A	12/23E	12/24E
Capitaux investis	M€ 413	436	465

Ratios de profits & risques

	12/22A	12/23E	12/24E
ROE (après impôts)	% 8,08	1,45	5,30
Rendement des capitaux investis	% 7,06	3,80	5,91
Ratio d'endettement	% 53,5	74,3	74,7
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x 3,11	4,97	3,77
Couverture des frais financiers	x 2,04	1,03	2,28

Ratios de valorisation

	12/22A	12/23E	12/24E
PER ajusté	x 18,3	72,5	19,9
Rendement du cash flow disponible	% -5,53	-0,08	2,39
P/ANC	x 1,45	1,08	1,02
Rendement du dividende	% 4,51	1,52	5,03

Valeur d'entreprise

	12/22A	12/23E	12/24E
Capitalisation boursière	M€ 405	284	289
+ Provisions	M€ 25,7	40,4	41,8
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€ 0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€ 152	178	184
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€ 29,5	29,5	30,1
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€ 20,7	20,7	20,7
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€ 0,00	0,00	0,00
= Valeur d'entreprise	M€ 592	511	524
VE/EBITDA(R)	x 8,72	10,7	8,07
VE/CA	x 0,79	0,76	0,70

Analyste : Saïma Hussain, Changements de prévisions : 22/11/2023.