

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

# Chargeurs

## En bonne voie pour atteindre les objectifs à l'horizon 2025

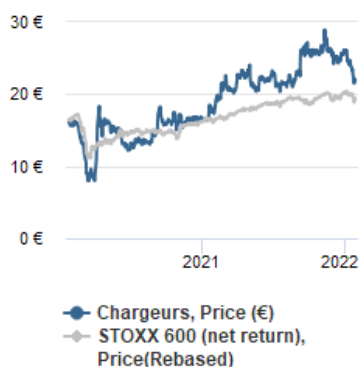
Opinion	<b>Achat</b>
Upside (%)	53,9
Cours (€)	21,96
Objectif de cours (€)	33,8
Bloomberg Code	CRI FP
Capitalisation boursière (M€)	538
Enterprise Value (M€)	614
Momentum	NÉGATIF
Sustainability	5/10
Credit Risk	BBB→

### Analyste financier

Jorge Velandia

+33 (0) 1 70 61 10 50

[supportservices@alphavalue.eu](mailto:supportservices@alphavalue.eu)



### Conflits d'intérêts

Contrat de liquidité	Non
Activité de placement (actions/obligations)	Non
Intérêt personnel de l'analyste	Non
Conseil auprès de l'émetteur	Non
Recherche financée par l'émetteur	Oui
Rencontres investisseurs payées par l'émetteur	Non
Activité de négociation sur titre chez AlphaValue	Non
Client de la recherche AlphaValue	Oui

### POUR

- Se concentrant sur la croissance rentable et pertinente, Chargeurs a un penchant affirmé pour le développement d'activités de niche à faible intensité capitalistique
- La création de Healthcare Solutions est preuve d'une gestion judicieuse et efficace, devenant un actif fantastique qui a permis au groupe de faire un bond en avant dans ses ambitions de diversification
- L'activité principale, Protective Films, présente un potentiel remarquable en termes de FCF tant les besoins en qualité au sein des processus industriels sont importants.

### CONTRE

- En raison de sa petite taille en terme nominal, le groupe peut passer en dessous des radars de la plupart des investisseurs
- Les conditions de marché difficiles dans l'industrie de la mode continueront à peser sur les activités du CFT-PCC au cours de l'exercice 21, avec une reprise matérielle attendue seulement pour l'exercice 22.
- Depuis 2019, le PDG a acquis une position largement majoritaire dans Columbus, holding de contrôle avec 30% de Chargeurs. C'est une bonne nouvelle pour les minoritaires. Cependant l'actionnariat précis de Columbus reste inconnu.

Chiffres Clés	12/19A	12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
<b>PER ajusté (x)</b>	<b>26,6</b>	<b>9,00</b>	<b>21,8</b>	<b>16,1</b>	<b>14,4</b>
Rendement net (%)	2,28	8,34	2,60	2,96	3,28
VE/EBITDA(R) (x)	9,10	4,66	9,07	7,61	6,41
<b>BPA ajusté (€)</b>	<b>0,66</b>	<b>1,76</b>	<b>1,06</b>	<b>1,36</b>	<b>1,52</b>
Croissance des BPA (%)	-42,6	167	-39,8	28,7	11,6
Dividende net (€)	0,40	1,32	0,60	0,65	0,72
Chiffre d'affaires (M€)	626	822	707	770	841
Marge opérationnelle courant (%)	6,61	9,65	6,88	7,27	7,95
Résultat net pdg (M€)	15,1	41,0	24,6	31,9	35,8
<b>ROE (après impôts) (%)</b>	<b>6,42</b>	<b>17,5</b>	<b>10,4</b>	<b>12,7</b>	<b>12,5</b>
Taux d'endettement (%)	51,9	58,0	55,4	47,0	35,2

Comptes détaillés à la fin de ce rapport

**Ratios clés**

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
PER ajusté	x	9,00	21,8	16,1	14,4
VE/EBITDA	x	4,66	9,07	7,61	6,41
P/ANC	x	1,54	2,30	1,94	1,69
Rendement du dividende	%	8,34	2,60	2,96	3,28
Rendement du cash flow libre	%	16,3	4,79	7,14	8,13
Rendement des fonds propres (ROE)	%	17,5	10,4	12,7	12,5
Rendement des capitaux investis	%	15,9	9,22	10,9	12,1
Dette nette/EBITDA	x	1,61	2,39	1,95	1,48

**Compte d'exploitation consolidé**

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Chiffre d'affaires	M€	822	707	770	841
EBITDA	M€	102	71,8	80,7	93,4
Résultat opérationnel courant	M€	79,3	46,6	57,3	66,8
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	55,8	38,6	49,3	56,8
Résultat financier net	M€	-9,50	-10,5	-11,0	-12,0
Profits avant impôts et exceptionnels	M€	46,3	28,1	38,3	44,8
Impôts sur les sociétés	M€	-4,30	-4,02	-6,97	-9,56
Résultat net pdg	M€	41,0	24,6	31,9	35,8
Résultat net ajusté, pdg	M€	40,3	24,6	31,9	35,8

**Tableau de financement**

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Cash flows d'exploitation total	M€	84,0	52,7	65,1	72,2
Investissements matériels	M€	-14,9	-16,5	-17,3	-18,0
Flux d'investissement net	M€	-76,9	-26,5	-27,3	-28,0
Dividendes (maison mère)	M€	-5,90	-18,8	-8,93	-10,2
Augmentation de capital	M€	-0,10	0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	111	-50,4	-48,9	-59,6
Variation de la dette nette	M€	-20,8	-5,88	15,1	19,3
Cash flow disponible (avant div)	M€	59,6	25,7	36,8	42,2

**Bilan**

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Survaleurs	M€	191	197	204	211
Total actif incorporel	M€	229	235	242	249
Immobilisations corporelles	M€	83,1	90,1	97,1	104
Droits de tirage	M€	38,1	38,9	39,6	40,4
BFR	M€	-17,6	-10,5	-9,88	-6,19
Actif total (net des engagements CT)	M€	399	404	421	442
Capitaux propres part du groupe	M€	237	234	266	306
Provisions pour retraite	M€	16,8	18,2	18,4	18,7
Endettement net / (trésorerie)	M€	127	133	117	98,2
Passifs totaux	M€	399	404	421	442

**Données par action**

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
<b>BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)</b>	€	<b>1,76</b>	<b>1,06</b>	<b>1,36</b>	<b>1,52</b>
<b>Dividende net par action</b>	€	<b>1,32</b>	<b>0,60</b>	<b>0,65</b>	<b>0,72</b>
Cash flow libre par action	€	2,60	1,11	1,57	1,79
Actif net comptable par action	€	10,3	10,0	11,3	13,0
<b>Nombre d'actions dilué (moyen)</b>	<b>Mio</b>	<b>22,9</b>	<b>23,2</b>	<b>23,4</b>	<b>23,5</b>

## Table des matières

Activités et tendances.....	4
Mécanismes de profit.....	11
Valorisation.....	16
DCF.....	18
Actif net .....	19
Dette.....	20
A Savoir.....	21
Durabilité.....	23
Gouvernance & Management.....	24
Environnement.....	26
Social.....	27
Staff & Pension matters.....	28
Mises à jour.....	29
Objectif de cours & Opinion.....	35
Graphiques.....	36
Comptes.....	40
Méthodologie.....	50

## Activités et tendances

Sous l'égide d'un nouveau propriétaire-gérant depuis 2015, Chargeurs est passé discrètement du statut de holding cherchant à rembourser ses banquiers à celui de groupe industriel investissant dans la croissance rentable. Cette "redynamisation" est une réussite, déployée principalement sur les secteurs d'activité préexistants, s'accompagnant en fin de période du développement de nouveaux axes de croissance au travers d'acquisitions stratégiques et d'une réallocation des actifs industriels existants.

Bien que nous ayons initialement perçu Chargeurs comme un conglomerat industriel, étant donnée l'importance de la part de ses activités quotidiennes déléguées à ses différentes unités opérationnelles, la stratégie poursuivie par le nouveau propriétaire et le développement de nouvelles activités à faible intensité capitalistique par la scission des segments de croissance existants en divisions à part entière (Healthcare Solutions et Museum Solutions) nous conduisent à revoir nos positions. Nous considérons donc Chargeurs comme un groupe industriel du secteur de la logistique dont les filiales proposent un grand nombre de services B2B, avec une faible intensité en capital.

La gestion active consiste à rechercher de la croissance sur des marchés de niche ayant une portée mondiale. Sans surprise, la "niche au sein de marchés mondiaux" est la caractéristique commune des quatre secteurs d'activité historiques.

Cette étendue géographique de Chargeurs constitue clairement un atout dans la mesure où la croissance peut se construire à partir d'un réseau léger d'unités commerciales, d'usines et de bureaux.

Après une première phase de relance/redéfinition de la stratégie, la direction de Chargeurs a été rajeunie et a renforcé ses compétences en termes d'acquisitions. Après avoir accumulé les moyens financiers en 2017, Chargeurs a lancé ses premières grandes opérations en 2018, à la fois par des acquisitions et en augmentant les capex et opex avec l'objectif d'un pay back immédiat.

A la mi-2019, Chargeurs est présent dans quatre secteurs d'activité distincts. Les ambitions du groupe en termes de croissance (doublement du chiffre d'affaires d'ici 2021) laissent toutefois entrevoir la perspective d'une acquisition de taille plus conséquente. Début 2020, l'acquisition de D&P Incorporated, le leader du marché américain des services aux musées, a confirmé cette tendance. Cette entrée stratégique dans le périmètre du groupe sera le fer de lance de la refonte de l'activité historique des substrats techniques en une nouvelle division baptisée "Museum Solutions".

Il convient également de souligner que la nouvelle équipe de direction a largement réussi à capturer les tendances sociétales au profit de la société : l'accent est au digital, à la "premiumisation" et au haut de gamme, à l'adoption des exigences ESG et à se jouer de la complexité des "supply chains" de plus en plus élaborées. Si la démarche n'est pas originale, Chargeurs se démarque par son agilité à tirer parti de cette évolution.

**Healthcare Solutions, un coup de maître dans l'adversité**

Cet atout s'est avéré précieux en début de pandémie, Chargeurs, comme de nombreux conglomérats industriels, devant alors faire face à des perspectives plus sombres. Pour répondre à la vigueur de la demande en équipements de protection individuelle, Chargeurs a pu mobiliser rapidement son expertise, ses capacités de production et le réseau de fournisseurs de sa division PCC Fashion Technologies pour créer une nouvelle division proposant une gamme de produits EPI (masques, blouses, gants de protection, etc.).

La réorientation des équipes commerciales, le déplacement des capacités de production et la coordination des moyens logistiques nécessaires au développement de la division "Healthcare Solutions" ont témoigné des progrès réalisés par la direction ces dernières années en matière de réorganisation de Chargeurs.

La création de facto de sa cinquième division a permis à Chargeurs de compenser entièrement l'impact de la crise sanitaire sur ses activités traditionnelles, portant ainsi son chiffre d'affaires au niveau record de 822m€ en 2020, tout en offrant par ailleurs de toutes nouvelles perspectives en matière d'expansion. Cette fois-ci, la croissance est davantage de nature organique et ne repose plus sur les acquisitions. Ce changement présente l'avantage de réduire les besoins en capital et d'exclure l'hypothèse d'un nouveau financement ou d'une éventuelle augmentation de capital comme dans nos précédentes estimations.

Au-delà d'une contribution au chiffre d'affaires supérieure à nos anticipations initiales à 304m€, la rentabilité exceptionnelle d'une division qui n'existait pourtant pas encore début 2020 apparaît comme la cerise sur le gâteau, sa marge opérationnelle récurrente atteignant 20,9%.

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 à l'horizon 2025.

**Chargeurs Films de Protection reste la machine à cash de Chargeurs**

Chargeurs Films de Protection est leader mondial en matière de films plastiques et de solutions techniques pour la protection de surface, avec 40 ans d'expérience et une part de marché estimée à plus de 25%.

Les principaux utilisateurs finaux (des secteurs de la construction, de l'électroménager, de l'électronique, des transports et de l'automobile) reflètent les progrès de la mondialisation de l'économie (les composants proviennent du monde entier et doivent être transportés et protégés) accélérés par la recherche constante d'amélioration de la qualité, qui passe par la protection de l'ensemble des éléments constituant les produits finis. L'utilisation de films jetables de plus en plus fins et des encollages associés implique aussi des effets mix positifs sur le long terme. Les films minces sont également très

utilisés dans certains procédés de fabrication, tels que l'estampage où ils renforcent les propriétés mécaniques. Leur manipulation à grande vitesse de déroulement repose sur une technologie plutôt complexe pour éviter qu'ils ne cassent et ne génèrent de trop importantes nuisances sonores.

Les films minces font partie de ces activités vitales (et malgré tout discrètes) pour lesquelles le client a besoin d'une prestation de qualité pour un composant à peine perceptible dans le coût final du produit. Le service a en effet autant de valeur que le film lui-même. Chargeurs a renforcé ce lien en acquérant en 2017 des concepteurs et fabricants de machines à filmer, permettant de fidéliser sa clientèle et d'améliorer sa proposition de valeur. En outre, la nouvelle ligne de production italienne opérationnelle depuis fin 2019 a renforcé l'orientation premium de la production.

En 2020, alors que l'environnement commercial a été la plupart du temps très difficile 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.

Chargeurs Films de Protection reste le métier de Chargeurs la plus tributaire de sa performance industrielle. L'ouverture de nouvelles capacités au S2 2019 devrait entraîner une forte augmentation de l'offre de produits à forte valeur ajoutée de la division.

### **Fashion Technologies retrouve ses lettres de noblesse**

En 2015, Chargeurs a scindé son « ancienne » division Entoilage entre une « nouvelle » aujourd'hui rebaptisée Fashion Technologies et une division spécialisée appelée Technical Substrates (voir ci-après).

Si rebaptiser une vieille activité s'avère généralement rapidement vain, il en a été autrement dans ce cas de figure. L'objectif était clairement de transformer l'activité traditionnelle d'entoilage pour les vêtements en développant les services autour de la Fast Fashion. L'acquisition de PCC en 2018 a marqué une véritable inflexion avec la nomination de son patron animé d'un fort esprit d'entreprise à la tête de l'entité Fashion Technologies remaniée. Dans le secteur de la mode, PCC ne propose plus un produit mais des services. L'importance de cette transformation a été soulignée par un changement de dénomination, la division se nommant désormais PCC Fashion Technologies.

PCC a commencé comme une entreprise de dépôt de surfaces, puis s'est développée dans l'activité Interlining/entoilage par encollage à chaud dans

l'habillement. Son étendue géographique est très complémentaire de celle de Chargeurs, 90% de son chiffre d'affaires provenant des États-Unis et de l'Asie. Au sein de ces deux dernières régions, PCC ouvre à Chargeurs l'accès aux marques de mode et complète donc l'activité Interlining originale de Fashion Technologies par l'ajout de nouveaux territoires, surtout en augmentant le contenu en services de son offre. L'objectif est d'être sélectionné comme contact "prime" par une marque donnée pour la fourniture en temps voulu des divers intrants (provenant généralement de fournisseurs hétéroclites) nécessaires à la production de vêtements. Les concepteurs de marques souvent confrontés à des problèmes de cohérence de la qualité dépendent généralement de plusieurs sous-traitants.

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 en 2020. Le chiffre d'affaires de CFT-PCC a baissé de 35,3% en données Ifl 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 6,5% de marge opérationnelle en 2021.

### **Museum Solutions : une nouvelle histoire de croissance au sein d'une niche à fort potentiel**

Complétant les bases de l'activité historique de Chargeurs dans le domaine des substrats techniques au sein de la filiale Senfa Technologies, cinq acquisitions stratégiques réalisées entre 2018 et 2020 ont conduit à la création d'une toute nouvelle division centrée sur la niche des services aux musées.

Initialement, les activités regroupées dans ce qui deviendra CMS étaient essentiellement de nature industrielle. Dès 2014, il est apparu que les marchés finaux hors secteur de l'habillement (essentiellement textiles non-tissés robustes et sophistiqués) s'étaient ... étoffés. Cela avait été le cas pour le secteur de la publicité, où les textiles techniques (bien que différent des doublures) avaient trouvé de nouvelles applications. Le principe en était d'enduire les textiles techniques avec des substrats appropriés pour leur donner les caractéristiques voulues (par exemple capturer seulement un certain type de lumière). En 2015, Chargeurs avait isolé cette activité au sein d'une nouvelle division baptisée Technical Substrates.

Le basculement vers un profil davantage centré sur les services s'est matérialisé en 2018 avec l'acquisition d'un petit groupe britannique nommé Leach, doté d'une expertise technique autour d'un système de rétroéclairage donnant naissance à un vaste marché de l'image à haute qualité auprès des magasins de mode et des musées. Cette opération a ensuite été complétée par les acquisitions en 2019 de MET Studio, spécialiste des services aux

musées et aux expositions et de l'expérience visiteurs, et de Design MP, un acteur clé de la gestion de projets de patrimoine muséal. La transformation a franchi une étape majeure avec le changement de dénomination de la division au S2 2019, devenant Museum Solutions.

Début 2020, le groupe a clairement affiché son ambition de devenir le leader mondial des services aux musées avec l'acquisition du leader du marché américain D&P Incorporated. Hypsos, une autre société acquise début 2020, a complété le modèle de « guichet unique » adopté par Chargeurs.

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%).

#### **Luxury Materials (anciennement Chargeurs Wool)**

Chargeurs est depuis longtemps un acteur mondial de premier plan dans les secteurs du « top-making » et de la vente de laine peignée haut de gamme. Connaissant parfaitement le secteur de la laine, le groupe s'est désengagé de sa partie risquée (transformation industrielle, commercialisation) dès 2012. Tournant essentiellement autour des services, son chiffre d'affaires est élevé mais stable, ne présente aucun risque, avec une rentabilité pratiquement nulle.

L'expertise du groupe a été valorisée avec le lancement du programme de garantie de la qualité sur l'ensemble de la chaîne de valorisation de la laine. Cet objectif de contrôle de qualité de bout en bout à partir de la blockchain pour les laines de qualité supérieure permet de capitaliser sur une demande de fibres naturelles toujours plus qualitatives et de matériaux toujours plus raffinés. Ce programme ambitieux est résumé sous le label Nativa. En 2018, et sans doute pour faire valoir ce changement de priorité, la division Laine a été rebaptisée Luxury Materials et a lancé une marque de laine de luxe (Amédée 1851) vendant des foulards très haut de gamme. Un moyen très distingué et efficace d'illustrer l'efficacité du recours à la blockchain dans le secteur de la laine.

Ces ambitions sont résumées sous le label Nativa. En 2018, vraisemblablement pour mettre en évidence ce changement d'orientation, l'activité laine a été rebaptisée Luxury Materials et a lancé une marque de laine



de luxe : Amédée 1851, qui vend des écharpes. Une façon très classe et utile de montrer que la blockchain fonctionne dans l'industrie de la laine.

Comme CFT-PCC, la division Luxury Materials a été durement frappée par l'impact de la pandémie et des mesures de confinement sur le secteur de la mode. La faiblesse de la demande mondiale de laine a significativement pesé sur l'activité en 2020, conduisant à une contraction du chiffre d'affaires de 34,6% en glissement annuel, à 64,6m€, et à un basculement du résultat opérationnel récurrent en territoire négatif (à -2,3m€). Globalement, cette contribution négative demeure toutefois marginale.

Les tensions observées depuis le début de la pandémie devraient s'atténuer d'ici fin 2021, notamment dans les pays occidentaux qui lèvent désormais les restrictions à mesure que les campagnes de vaccination progressent. Néanmoins, 2021 devrait rester une année de transition et il faudra attendre 2022 pour observer une véritable reprise.

### Capital humain

En moins de quatre ans, Chargeurs est parvenu à conférer une nouvelle dynamique à ses activités grâce à une gestion rigoureuse et à la conviction que l'ensemble des niches méritaient d'être déployées dans une logique de croissance.

En parvenant à la fois à remobiliser les effectifs, à générer une croissance rentable, à recruter de jeunes talents puis à les former et à engager de nouvelles acquisitions, la réussite de Chargeurs a surpris positivement ses observateurs.

### Chiffre d'affaires par division

Secteur	12/20A	12/21E	12/22E	12/23E	Chgt 21E/20		Chgt 22E/21E		
					M€	% du total	M€	% du total	
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>822</b>	<b>707</b>	<b>770</b>	<b>841</b>	<b>-115</b> <span style="color:red">+</span>	<b>100</b> %	<b>63</b> <span style="color:green">+</span>	<b>100</b> %	
<b>Protective Films</b>	Chimie de spécialité	270	335	344	354	65 <span style="color:green">+</span>	-57 %	9 <span style="color:green">+</span>	14 %
<b>Fashion Technologies (ex Inte...)</b>	Distribution textile	132	144	182	213	12 <span style="color:green">+</span>	-10 %	38 <span style="color:green">+</span>	60 %
<b>Museum Solutions (ex Techni...)</b>	Matériaux technologiques	51,6	57,2	69,8	85,2	6 <span style="color:green">+</span>	-5 %	13 <span style="color:green">+</span>	20 %
<b>Luxury Materials (ex Wool)</b>	Distribution textile	64,6	81,0	89,0	95,2	16 <span style="color:green">+</span>	-14 %	8 <span style="color:green">+</span>	13 %
<b>Healthcare Solutions</b>	Autres services de santé	304	90,0	85,5	93,6	-214 <span style="color:red">+</span>	186 %	-5 <span style="color:red">+</span>	-7 %
Other		0,00 <sup>(1)</sup>	0,00 <sup>(1)</sup>	0,00	0,00	0 <span style="color:green">+</span>	0 %	0 <span style="color:green">+</span>	0 %

1. Augmentation du chiffre d'affaires via les acquisitions. Estimation AV. Éventuellement avec la création d'un cinquième secteur d'activité

### Principales expositions

	Revenus	Coûts	Fonds propres
\$ Canadien	0,0 %	10,0 %	0,0 %
Devises "émérgentes"	10,0 %	10,0 %	0,0 %
Dollar	15,0 %	10,0 %	0,0 %
Pétrole (Brent \$/bl)	0,0 %	13,0 %	0,0 %
Renminbi	12,0 %	10,0 %	0,0 %
Risque climatique à long term	0,0 %	0,0 %	0,0 %

### Géographie du chiffre d'affaires

Europe	62,3 %
Dont France	39,1 %
Dont Italie	6,7 %
Dont Allemagne	4,5 %
Americas	19,1 %
Dont Etats-Unis	15,3 %
Asia	18,7 %
Dont Chine	7,0 %

Nous identifions les expositions aux thématiques macro économiques (quelle est la part du chiffre d'affaires exposée au Dollar par ex.) plutôt que les sensibilités (quel est l'impact d'une variation de 5pc du Dollar sur le résultat net par ex.). Les expositions du chiffre d'affaires sont simples à comprendre. Celles qui concernent les coûts sont plus difficiles à identifier. C'est encore plus complexe en termes de fonds propres. L'évaluation se fait en prenant par défaut la position d'un investisseur en action jugeant de son patrimoine en Euro. Certains cas de figure sont délicats à démonter tel qu'un investisseur de la zone Euro achetant une valeur suisse cotant en CHF mais avec des comptes en Dollar...

## Mécanismes de profit

Année après année, la stratégie de Chargeurs consistant à privilégier la formation du personnel, l'orientation premium de la production et le développement des marques semble porter ses fruits. En outre, une gestion astucieuse permet de tirer parti des actifs industriels existants pour dégager d'éventuels nouveaux axes de croissance.

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 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.

Définir le modèle économique d'un groupe industriel consiste essentiellement à préciser les intentions de la direction. Chargeurs s'est fixé pour objectif de conserver la maîtrise de projets de croissance conçus par des managers entrepreneuriaux. La création de valeur, sincère et inscrite dans la durée, présente des avantages, notamment une accumulation d'actifs réels et bien tangibles grâce à laquelle les actionnaires minoritaires peuvent espérer percevoir un flux de dividendes en croissance régulière.

Conséquence des constats qui précèdent, la croissance a été convaincante et les résultats ont se s'améliorent depuis 2016. Visant un chiffre d'affaires de 1,5md€ et un ROPA de 150m€ provenant tant de la croissance Ifl que des acquisitions, les objectifs du programme stratégique « Leap Forward 2025 », constituent la prochaine étape après le précédent plan « Game Changers ». Ce dernier mettait en effet davantage l'accent sur les acquisitions stratégiques pour pénétrer de nouveaux marchés et poursuivre la diversification.

Dans les paragraphes qui suivent, nous abordons les particularités propres à chacun des cinq secteurs d'activité :

### **Protective Films**

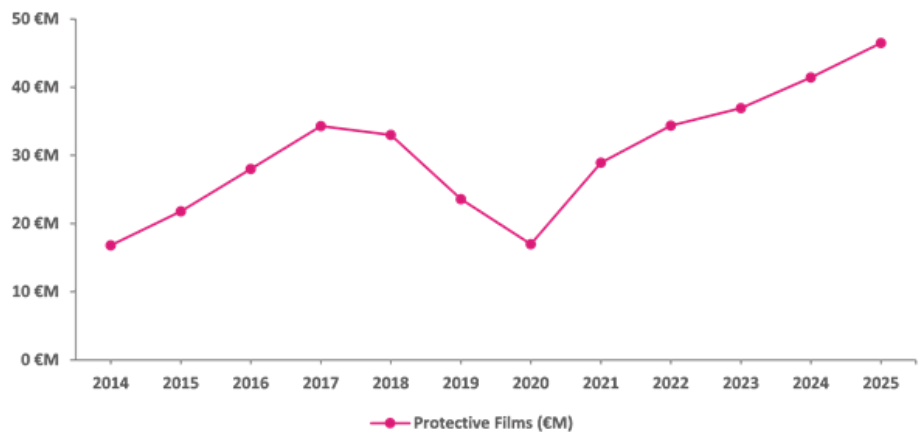
Protective Films se bat pour se rendre indispensable dans les secteurs où il intervient. La culture en est une d'investissement continu pour rendre le produit toujours probant, plus fin, plus silencieux, plus vert, etc. La montée en gamme vise à contenir la dimension cyclique inévitable et caractéristique des produits à base chimique.

Augmenter les capacités dans les bonnes zones géographiques aide également à lisser les cycles. Pour la fabrication des films de protection, de fait une activité de chimie de spécialité (le polyéthylène en est l'intrant de base) la performance s'articule autour du taux d'utilisation des capacités de production, des gains de productivité, de l'aptitude à répercuter l'augmentation du coût des intrants par le biais d'une hausse des prix et des contrats de "pass through" et de l'amélioration constante des produits.

Comme tant d'entreprises industrielles, Protective Films a élargi son offre en prenant le contrôle de trois petites entreprises fournissant des machines d'application de film mince. Cela permet non seulement de réaliser un chiffre d'affaires à partir de ces équipements indispensables, mais aussi de beaucoup mieux cerner la façon dont les clients déploient les films de protection. Cela permettra à Protective Films d'élargir le contenu de ses prestations de services. Si cette augmentation du contenu en services prendra nécessairement du temps, elle crée les conditions d'un renforcement de la relation client et, partant, d'une garantie de marges durablement plus élevées.

La limite haute des marges d'EBIT est difficile à estimer, le secteur étant organisé autour d'un oligopole alors même qu'aucune barrière à l'entrée sérieuse n'est susceptible de dissuader un groupe chimique disposé à tenter sa chance. Jusqu'à présent, la situation n'a, de ce point de vue, pas évolué. La croissance et les marges futures dépendront surtout du flux d'acquisitions destinées à sécuriser les parts de marché.

Selon nous, l'EBIT devrait évoluer comme suit :



Sources : société, estimations AlphaValue.

### Fashion Technologies

L'intuition selon laquelle la pression structurelle due à la concurrence des pays à bas coûts et à l'évolution rapide des goûts pouvait être amortie par une étroite collaboration avec les marques réputées et celles de la Fast Fashion s'est avérée juste. Concevoir le bon type d'entoilage de haute technologie, aider les clients, installer des capacités à proximité des usines clientes et, surtout, passer à un modèle économique privilégiant le partenariat/la maintenance a porté ses fruits. Les clients ont effectivement besoin de fiabilité et de confiance en leurs fournisseurs en raison de leurs délais d'exécution très courts. Malgré le fait que la concurrence par les prix devrait rester forte, il y a donc tout lieu de croire que les marges peuvent être en partie défendues par le niveau de service élevé que Fashion Technologies cultive.

La division Fashion Technologies étant dominée par le marché de l'habillement et étant marquée par une alternance de phases d'expansion et de récession, le retour des marges à des niveaux historiques record de 5% demeurait un

objectif ambitieux. Cependant, elles ont atteint 6,1% en 2016, en partie grâce à la cession d'une filiale chinoise en pertes, 6,2% en 2017 en dépit d'une stagnation du chiffre d'affaires (+1,3% à périmètre comparable), puis ont rebondi à 9,2% en 2018, en partie seulement du fait de la comptabilisation sur quatre mois des excellentes marges chez PCC. Grâce à l'intégration complète de PCC en 2019, la division a de nouveau publié de solides résultats annuels, affichant une marge de 8,5% malgré l'augmentation de l'opex liée à la stratégie de premiumisation.

Cette bonne dynamique a été stoppée en 2020 avec les retombées de la pandémie de COVID-19. En raison de son exposition au secteur de la mode, durement frappé par les mesures de confinement adoptées partout dans le monde, le chiffre d'affaires de CFT-PCC s'est contracté de 35,3% en données IFl à 132m€, avec une chute de la marge à 3,9%, bien que les performances se soient améliorées en fin d'exercice grâce à la meilleure tenue d'un certain nombre des principaux marchés finaux. Ces tensions devraient s'atténuer d'ici fin 2021, notamment dans les pays occidentaux qui lèvent désormais les restrictions à mesure que les campagnes de vaccination progressent. Néanmoins, selon nous, 2021 devrait rester une année de transition et il faudra attendre 2022 pour observer une véritable reprise.

#### **Museum Solutions (ex Technical Substrates)**

L'anciennement nommée Technical Substrates est une division autonome depuis seulement quatre ans. Son modèle économique a d'abord évolué avec l'intégration de Leach. Ce qui était dans un premier temps un acte industriel – produire des substrats techniques de qualité appropriée – s'apparente désormais davantage à un produit fini (affichage d'image dans un encadré) ouvrant de nouveaux marchés inattendus tels que les musées. Ce marché de niche est ensuite devenu la principale priorité de la division, conduisant à la création de Chargeurs Creative Collection, une bannière regroupant initialement Leach et les acquisitions qui ont suivi (Design MP, MET Studio), devenant ensuite une solution à part entière dans le domaine des services aux musées avec l'ajout d'Hypsos et de D&P en 2020.

L'acquisition récente du leader du marché américain, D&P Incorporated, met en lumière la rentabilité de l'activité, avec une marge opérationnelle récurrente attendue à environ 10%, même si les éventuelles synergies découlant du périmètre de Chargeurs dans les services muséaux pourraient permettre une amélioration des marges à moyen terme. Selon nous, la marge d'exploitation récurrente du groupe devrait avoisiner 8,0% en 2022, porté par un carnet de commandes bien rempli, alors que les espaces culturels se multiplient dans un certain nombre de régions telles le Moyen-Orient et l'Asie, et que de vastes rénovations ont lieu aux États-Unis, contrebalançant les difficultés temporaires rencontrées en 2020 en raison de la pandémie.

#### **Luxury Materials (anciennement Laine)**

L'industrie de la laine est un monde à part auquel le groupe applique ses recettes ; amélioration du mix et de stratégie de marque. Se tourner vers le segment de luxe du marché de la laine en agissant en tant que garant de la

qualité implique certainement l'adoption d'un nouveau modèle de développement dans lequel l'image de marque en tant que garantie de qualité génère des revenus indépendamment des volumes échangés. Cette évolution prendra du temps.

Notons que les risques de marché associés aux marchés de la laine ont été plafonnés au capital détenu (participations de 50%, soit environ 11m€) dans des sociétés partenaires du secteur de la transformation de la laine, sans engagement supplémentaire, ce qui évite de mobiliser un capital important. Si les risques ont diminué, l'hypothèse d'une croissance significative implique à la fois une évolution de la demande en faveur des fibres naturelles et une capacité de la division à structurer le secteur autour des notions de qualité, et ce à l'aide des technologies de suivi modernes.

### **Healthcare Solutions**

La nouvelle division de Chargeurs n'est rien de moins qu'un tour de force de la direction du groupe, qui a su transformer un contexte défavorable en une opportunité de créer une nouvelle ligne d'activité devenue désormais cinquième pilier des ambitions en matière de croissance organique retrouvées du groupe. Si le succès commercial de la ligne de produits EPI a été facilité par une crise sanitaire sans précédent, la capacité du management à générer une forte trésorerie (EBIT récurrent de 63,5m€ en 2020) à partir d'actifs existants doit être saluée. En outre, la division a été conçue avec des besoins minimum en termes de capitaux employés, ces derniers restant globalement stables à l'échelle de l'ensemble de groupe par rapport à leur niveau en 2019.

Élargissant d'ores et déjà le périmètre et les créneaux de cette nouvelle division, CHS a fait son entrée dans le secteur du "bien-être" au travers de l'acquisition de Fournival Altesse, une entreprise française de brosses à cheveux. Bien que de petite taille, cette acquisition est prometteuse, témoignant des efforts de la direction pour renforcer la diversification du groupe.

Concernant 2021, nous tablons sur un repli du chiffre d'affaires jusqu'à un niveau normalisé d'environ 115m€ entre 2021 et 2022, la demande d'EPI diminuant sans qu'aucun « scénario de pénurie » ne soit envisageable, la pandémie étant maîtrisée grâce aux efforts de vaccination à l'échelle mondiale. Compte tenu de l'offre disponible, les prix devraient également se normaliser, conduisant à une baisse de la marge opérationnelle récurrente à un niveau plus soutenable, à 18,5% en 2022 (contre 20,9% en 2020). CHS reste un actif remarquable qui a permis au groupe de dépasser ses objectifs en termes de diversification ; la croissance organique et les éventuelles acquisitions dans le secteur du "bien-être" devraient permettre à la division de porter son chiffre d'affaires à environ 100m€ d'ici 2023.

## Underlying operat. profit par division

	12/20A	12/21E	12/22E	12/23E	Chgt 21E/20		Chgt 22E/21E	
					M€	% du total	M€	% du total
<b>Total</b>	<b>79,3</b>	<b>48,6</b>	<b>56,0</b>	<b>66,8</b>	<b>-31</b> ↓	<b>100</b> %	<b>7</b> ↑	<b>100</b> %
Protective Films	17,0	25,1	26,5	32,2	8	-26 %	1	19 %
Fashion Technologies (ex Interlining)	5,10	5,32	11,1	16,4	0	-1 %	6	78 %
Museum Solutions (ex Technical Substrates)	1,90	4,95	6,21	7,75	3	-10 %	1	17 %
Luxury Materials (ex Wool)	-2,30	1,01	1,74	2,47	3	-11 %	1	10 %
Healthcare Solutions	63,5	20,1	17,7	16,4	-43	141 %	-2	-32 %
Other/cancellations	-5,90 <sup>(2)</sup>	-7,85 <sup>(2)</sup>	-7,24	-8,41	-2	6 %	1	8 %

2. Combine les coûts centraux d'environ 8m€ par an et la contribution au niveau de l'exploitation des cibles nouvellement acquises

## Marge d'Underlying operat. profit par division

	12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
<b>Total</b>	<b>9,65 %</b>	<b>6,88 %</b>	<b>7,27 %</b>	<b>7,95 %</b>
Protective Films	6,29 %	7,50 %	7,70 %	9,10 %
Fashion Technologies (ex Interlining)	3,87 %	3,70 %	6,10 %	7,70 %
Museum Solutions (ex Technical Su...)	3,68 %	8,65 %	8,90 %	9,10 %
Luxury Materials (ex Wool)	-3,56 %	1,25 %	1,95 %	2,60 %
Healthcare Solutions	20,9 %	22,3 %	20,7 %	17,5 %

## Valorisation

Nous percevons Chargeurs SA comme un groupe industriel du secteur de la logistique, composé de filiales très diversifiées proposant un grand nombre de services B2B peu intensifs en capital. Nous avons initié la couverture de Chargeurs en tant que société holding se débattant pour rembourser sa dette. Concentrée sur une gestion active des actifs industriels et le développement de nouvelles activités à faible intensité capitalistique à partir des capacités existantes, la stratégie poursuivie par le nouveau propriétaire nous conduit à réévaluer nos positions sur le profil de valorisation du groupe.

Les pairs qui servent de base à la comparaison sont en majorité des groupes présents dans plusieurs secteurs proposant des services B2B auxquels s'ajoutent ceux de la chimie de spécialité, Protective Films représentant historiquement la principale activité de ce petit groupe (temporairement dépassée par CHS en 2020 dans un contexte de crise sanitaire) avec une contribution moyenne sur les 5 dernières années de 46% du CA et de 58% de l'EBITDA. Nous appliquons une décote sur les comparables pour tenir compte de la plus petite taille de Chargeurs.

Le DCF repose sur une croissance relativement modeste de 3.0 % de l'EBITDA. Nous considérons que la bonne gestion de la dette nette devrait justifier un spread de taux modeste de 280pdb. Cela reflète le fait que l'entreprise paraît déterminée à maintenir un financement en excès de ses besoins ce qui revient à se doter d'une assurance.

Nous ne tenons pas compte de la valeur actuelle nette des actifs d'impôts (cf. ci-dessous) au-delà de ce qui ressort du taux d'imposition relativement faible prévu en 2022 (19%).

Pour la valorisation par l'ANR, nous avons cessé d'utiliser les données calculées et fournies par la société dans les états financiers de la société mère. Le mode de gestion plus entrepreneurial du groupe (depuis fin 2015) justifie l'utilisation de multiples sectoriels, ce qui conduit à comptabiliser l'activité Protective Films pour environ 50% des actifs bruts.

Enfin, reste l'épineuse question : que faire des énormes reports fiscaux déficitaires résultant des pertes historiques ? L'opinion selon laquelle il était peu probable qu'ils soient utilisés dans le cadre de l'exploitation, au cours des prochains exercices et que par ailleurs, la réglementation fiscale française ayant été durcie, la fraction disponible n'avait que peu de chances de se matérialiser est probablement désormais trop prudente compte tenu des fortes capacités du groupe à générer des résultats, avérées depuis 5 ans.



## Valorisation

Méthodes		Valeurs (€)	Potentiel	Poids
DCF		39,3	79 %	35 %
Somme des parties		38,0	73 %	20 %
VE/Ebitda	<i>Comparables</i>	27,3	24 %	20 %
P/E	<i>Comparables</i>	22,9	4 %	10 %
Rendement	<i>Comparables</i>	33,2	51 %	10 %
Cours/Actif net comptable	<i>Comparables</i>	26,9	22 %	5 %
<b>Objectif de cours</b>		<b>33,8</b>	<b>54 %</b>	

## Valorisation basée sur les comparables

Calculé sur 18 mois de prévisions	P/E (x)	VE/Ebitda (x)	Cours/Actif net comptable (x)	Rendement (%)
Ratios des pairs	25,1	13,3	3,47	1,50
Ratios Chargeurs	16,1	7,42	1,90	3,01
Prime	-33,0 %	-33,0 %	-33,0 %	-33,0 %
<b>Cours objectifs (€)</b>	<b>22,9</b>	<b>27,3</b>	<b>26,9</b>	<b>33,2</b>
Teleperformance	22,9	13,3	5,94	0,91
AkzoNobel	23,4	14,1	3,60	2,26
Rentokil Initial	32,5	16,1	2,23	1,21
Bureau Veritas	27,5	12,0	5,73	1,65
Quadiant	9,25	3,84	0,41	2,82

## DCF par action

Coût moyen pondéré du capital (CMPC) %	7,67	Dettes (trésorerie) nette moyenne	M€	125	
Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11	M€	415	Provisions	M€	18,6
Free cash flow de l'année 11	M€	74,6	Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00
Taux de croissance à l'infini "g"	%	2,00	Immobilisations financières (juste valeur)	M€	37,3
"g" de Durabilité	%	1,90	Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	0,00
Valeur terminale	M€	1 293	Valeur des fonds propres	M€	926
Valeur actuelle de la valeur terminale	M€	617	Nombre d'actions	Mio	23,5
en % de la valeur totale	%	59,8	<b>DCF par action</b>	€	<b>39,3</b>
Valeur totale actuelle	M€	1 033	Impact de la Durabilité sur le DCF	%	-1,16

## Evaluer le coût du capital

Taux sans risque synthétique	%	3,50	Spread de crédit	bp	280
Prime de risque normative	%	5,00	Coût marginal de la dette	%	6,30
Taux d'impôt normalisé	%	30,0	<b>Bêta de la société (endettée)</b>	<b>x</b>	<b>0,97</b>
Échéance moyenne de la dette	Année	5	Ratio d'endettement à valeur de marché	%	25,7
Bêta sectoriel	x	0,85	Dettes/VE	%	20,5
Bêta de la dette	x	0,56	<b>Taux de rentabilité exigé par les actionnaires</b>	<b>%</b>	<b>8,33</b>
Capitalisation boursière	M€	515	Coût de la dette	%	4,41
Dettes nettes (trésorerie) à valeur comptable	M€	133	<b>Coût des fonds propres desendettés</b>	<b>%</b>	<b>7,73</b>
Dettes nettes (trésorerie) à valeur de marché (Est.)	M€	104	Coût moyen pondéré du capital (CMPC)	%	7,67

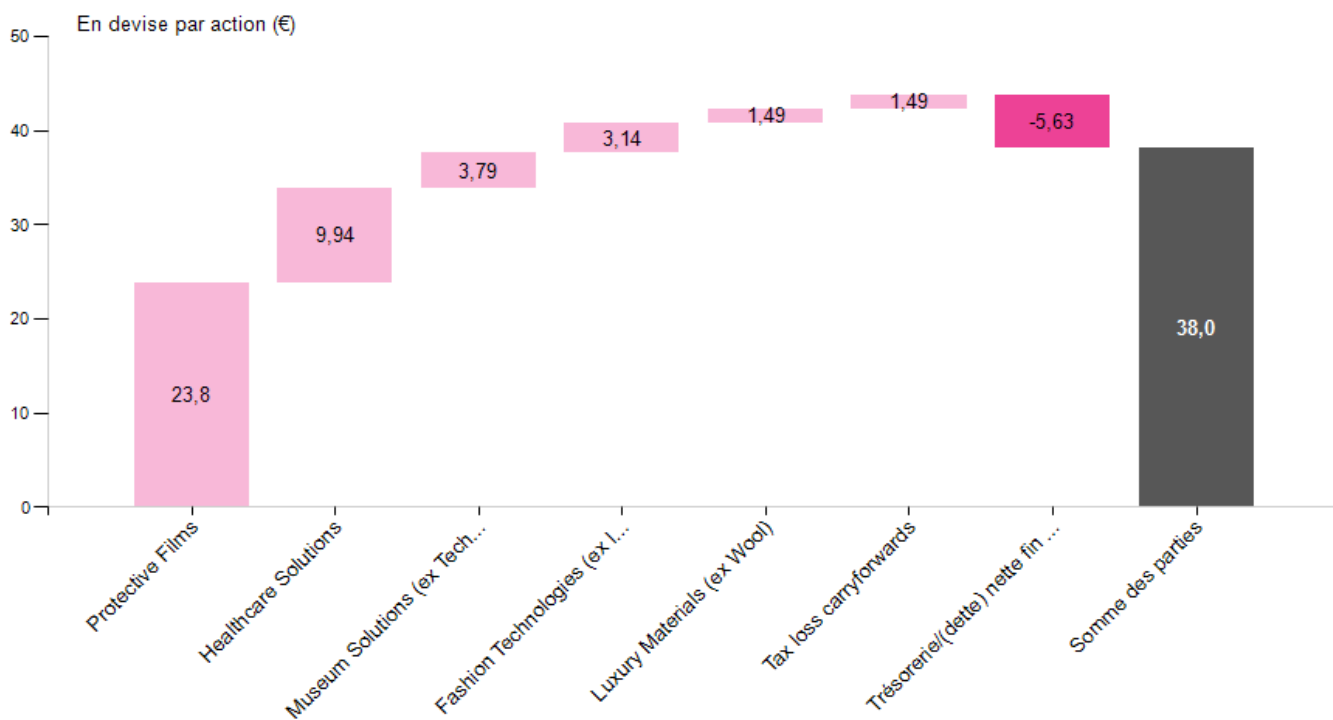
## Calcul du DCF

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E	Croissance	12/24E	12/31E
Chiffres d'affaires	M€	822	707	770	841	3,00 %	866	1 065
EBITDA	M€	102	71,8	80,7	93,4	3,00 %	96,2	118
Marge d'EBITDA	%	12,5	10,2	10,5	11,1		11,1	11,1
Variation du BFR	M€	2,60	-7,07	-0,65	-3,69	2,50 %	-3,78	-4,49
Cash flow d'exploitation total	M€	88,3	56,8	72,1	81,7		92,4	114
Impôts sur les sociétés	M€	-4,30	-4,02	-6,97	-9,56	2,50 %	-9,79	-11,6
<b>Bouclier fiscal</b>	<b>M€</b>	<b>-2,85</b>	<b>-3,15</b>	<b>-3,30</b>	<b>-3,60</b>	<b>2,50 %</b>	<b>-3,69</b>	<b>-4,39</b>
Investissements matériels	M€	-14,9	-16,5	-17,3	-18,0	4,00 %	-18,7	-24,6
Investissements matériels/CA	%	-1,81	-2,33	-2,25	-2,14		-2,16	-2,31
Cash flows libres avant coût du financement	M€	66,3	33,1	44,5	50,6		60,2	73,2
Divers ajustements (incl R&D, etc.) pour les besoins...	M€	0,00	0,00	0,00	0,00		0,00	0,00
<b>Free cash flow ajustés</b>	<b>M€</b>	<b>66,3</b>	<b>33,1</b>	<b>44,5</b>	<b>50,6</b>		<b>60,2</b>	<b>73,2</b>
<b>Free cash flow actualisés</b>	<b>M€</b>	<b>66,3</b>	<b>33,1</b>	<b>41,3</b>	<b>43,6</b>		<b>48,2</b>	<b>34,9</b>
Capitaux investis	€	339	361	376	394		410	539

## Somme des parties

	% détenu	Technique d'évaluation	Multiple utilisé	Participation à 100% (M€)	Valorisation participation (M€)	En devise par action (€)	% des actifs bruts
Protective Films	100 %	EV/EBITDA	14,5	561	561 <sup>(1)</sup>	23,8	54,6 %
Healthcare Solutions	100 %	EV/EBITDA	12	234	234	9,94	22,8 %
Museum Solutions (e...)	100 %	EV/EBITDA	11	89,1	89,1	3,79	8,67 %
Fashion Technologie...	100 %	EV/EBIT	9	73,9	73,9 <sup>(2)</sup>	3,14	7,19 %
Luxury Materials (ex ...)	100 %	Adj. historical price		35,0	35,0	1,49	3,40 %
Tax loss carryforwards	100 %	AlphaValue valuation		35,0	35,0 <sup>(3)</sup>	1,49	3,40 %
Autre							
<b>Actif brut</b>					<b>1 028</b>	<b>43,7</b>	<b>100 %</b>
Trésorerie/(dette) nette fin d'année					-133 <sup>(4)</sup>	-5,63	-12,9 %
Engagements donnés							
Engagements reçus							
Somme des parties					896	38,0	87,1 %
<b>Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)</b>					<b>23,5</b>		
<b>Somme des parties par action (€)</b>					<b>38,0</b>		
<b>Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)</b>						<b>42,3</b>	

1. Compte tenu des multiples en vigueur dans le secteur de la chimie de spécialité
2. En tenant compte de l'acquisition de PCC en juin 2018
3. Valeur actuarielle nette des économies sur la facture d'impôt par emploi des reports fiscaux déficitaires
4. Year-end expected group net cash (debt) position



## Dettes

Le financement n'a pas posé problème, la direction de Chargeurs ayant judicieusement choisi de se doter de ressources financières au-delà de ses besoins immédiats, en associant placements de dette privée (Euro PP), dont le plus récent a été lancé fin 2020 pour 100m€, et diverses lignes de crédit, qui représentaient 141m€ fin décembre 2020.

La dette nette du groupe a légèrement augmenté en 2019-20, atteignant 127m€ fin décembre, tandis que le ratio dette nette/EBITDA s'est significativement replié en raison de la forte génération d'EBITDA de 2020 (102m€), passant de 2,0x l'année précédente à 1,2x. Cette faiblesse de l'endettement devrait offrir de grandes marges de manœuvre en termes d'investissements et de CAPEX futurs afin d'atteindre les objectifs ambitieux de Chargeurs à l'horizon 2025 en termes de chiffre d'affaires (1,5m€) et de résultat opérationnel (150m€).

Detailed financials at the end of this report

### Financement et liquidité

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
EBITDA	M€	102	71,8	80,7	93,4
Cash flow des opérations	M€	70,4	49,5	55,0	64,2
<b>Fonds propres</b>	<b>M€</b>	<b>237</b>	<b>234</b>	<b>266</b>	<b>306</b>
Dette brute	M€	348	330	303	269
+ Trésorerie brute	M€	221	197	186	170
<b>= Dette nette / (trésorerie)</b>	<b>M€</b>	<b>127</b>	<b>133</b>	<b>117</b>	<b>98,2</b>
Ratio d'endettement	%	58,0	55,4	47,0	35,2
Fonds propres/Actif total (%)	%	59,5	58,0	63,2	69,2
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	1,61	2,39	1,95	1,48
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	3,56	4,85	3,99	3,08
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds ...)</i>	%	60,6	59,8	54,8	48,4
<i>Ebit cover</i>	x	8,62	4,52	5,35	5,72
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	19,3	14,2	17,1	22,3
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	55,6	37,3	46,9	65,4
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	16,3	7,40	11,4	14,7
<i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	7,33	8,47	3,44	6,05
<i>FCF/Dette CT</i>	x	1,52	0,99	0,57	1,21

### Covenants

Begin	End	Trigger	Condition	Consequence
30/06/2017	31/12/2023	Net debt/Ebitda(R)	< 3,50	Early repayment
30/06/2017	31/12/2023	Gearing	< 85,0	Early repayment

## A Savoir

### Un peu d'histoire

Au cours de l'exercice 2015, l'actionnariat du groupe a connu des bouleversements profonds, 28% du capital ayant changé de mains (voir la rubrique Gouvernance). Cela a mis fin à environ 25 ans de gestion par M. Eduardo Malone, soutenu par l'actionnaire principal historique de Chargeurs, M. Seydoux. Les deux hommes exerçaient alors leur contrôle par le biais d'obligations convertibles qui ont été converties en septembre 2015 et cédées. Columbus Holding SAS, un regroupement ad hoc d'investisseurs est depuis le nouvel actionnaire "de référence". Cette société dont le seul objet est la détention de titres Chargeurs a été fondée par M. Michaël Fribourg qui la dirige et qui agit également en qualité de PDG de Chargeurs SA. Si le poids relatif des actionnaires de Columbus reste inconnu, M. Fribourg a annoncé début 2019 détenir désormais la "grande majorité" de Columbus. Columbus lui-même peut être jusque dans une certaine mesure endetté, Chargeurs ayant opté pour une politique proactive en termes de dividendes.

### Une stratégie pertinente

Le grand changement décidé par le nouveau propriétaire et dirigeant a consisté à donner la priorité à la poursuite d'une croissance rentable au sein des quatre branches d'activité existantes. Il s'agit de niches, de taille néanmoins importante en raison de l'envergure mondiale de Chargeurs, offrant des perspectives favorables en termes de résultats/dividendes, à condition de mettre une méthode à la poursuite de ce potentiel de croissance. Ce qui fut fait.

Au cours des cinq dernières années, il paraît clair que la nouvelle gouvernance a su accélérer le développement des activités existantes et est parvenue à s'entourer d'une nouvelle génération de gestionnaires entrepreneuriaux y compris au siège. Ceci a déjà conduit à tirer meilleur parti des activités existantes par la réintroduction d'une logique de développement (par opposition aux logiques insistant trop fortement sur la maîtrise des coûts) et de préparer le groupe à une croissance de qualité grâce à des acquisitions bien ciblées.

### Prochaine grande étape

En matière de croissance, Chargeurs s'est fixé comme objectif de porter le chiffre d'affaires à 1,5md€ en 2025, ce qui nécessitera à la fois une croissance soutenue (pour atteindre 1,0md€ de chiffre d'affaires) et une contribution d'environ 500m€ des acquisitions. Grâce à la création de CHS en 2020, il n'est plus nécessaire, selon nous, de créer une nouvelle ligne d'activité pour atteindre cet objectif.

**Actionnaires**

<b>Nom</b>	<b>% détenu</b>	<b>Dont droits de votes</b>	<b>Dont flottant</b>
Columbus Holding SAS	27,1 %	29,6 %	0,00 %
Sycomore Asset Mgt	8,70 %	8,30 %	8,70 %
Amundi	5,70 %	5,40 %	5,70 %
Treasury Shares	4,60 %	4,40 %	0,00 %
<b>Flottant</b>			<b>68,3 %</b>

**Principaux actionnaires des actionnaires**

<b>Actionnaires</b>	<b>Actionnaires des actionnaires</b>
Amundi	Crédit Agricole

## Sustainability

### Score de durabilité

La durabilité est constituée d'éléments analytiques contribuant au E, au S et au G, qui peuvent être mis en évidence comme précurseurs de la durabilité et peuvent être combinés de manière satisfaisante.

	Score	Poids
<b>Gouvernance</b>		
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	4/10	25 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration	3/10	20 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif	✗	5 %
<b>Environnement</b>		
Emissions CO <sup>2</sup>	9/10	25 %
Prélèvement d'eau	1/10	10 %
<b>Social</b>		
Évolution de la dispersion des salaires	3/10	5 %
Satisfaction au travail	0/10	5 %
Communication interne	10/10	5 %
<b>Score de durabilité</b>	<b>4,7/10</b>	<b>100%</b>

## Gouvernance & Management

À partir d'octobre 2015, le changement de contrôle a conduit à un changement de la gouvernance : M. Michaël Fribourg exerce aujourd'hui les fonctions de président et de directeur général, alors que ces fonctions étaient auparavant exercées par deux personnes différentes. En outre, le conseil d'administration comprend cinq nouveaux membres : M. Fribourg, M. Coquoin (gérant d'actifs pour le Family Office de Habert-Dassault), M. Urbain en qualité de représentant de Columbus, Mme Cécilia Ragueneau, et Mme Isabelle Guichot.

M. Fribourg a pris en charge la gestion complète de Chargeurs dans un laps de temps remarquablement court à la fin de 2015. Ses décisions se sont depuis avérées très judicieuses.

Le «nouveau» Chargeurs se démarque de ce qu'il a été dans le passé par le style de sa gouvernance avec un PDG désireux de reconstituer le potentiel de croissance des divisions existantes grâce à un mode de gestion volontariste et entrepreneurial. L'attention se concentre sur les performances financières et sur la préservation d'un bilan robuste, soit un exercice exigeant dans l'absolu.

### Score de gouvernance

Société (Secteur)

**5,8** (6,5)









Independent board

**Non**















Paramètres	Société	Secteur	Score	Poids
Nombre de membres du Conseil d'Administration	7	9	9/10	5,0 %
Féminisation du Conseil d'Administration (%)	42	37	8/10	5,0 %
Diversité géographique du Conseil d'Administration (%)	85	54	3/10	10,0 %
Age moyen des membres du CA	55	59	8/10	5,0 %
Type de société : Small cap, contrôlée			4/10	10,0 %
Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration	42	51	4/10	20,0 %
Une Action, un droit de vote			✗	10,0 %
Fonction de Chairman distincte de l'exécutif			✗	0,0 %
Le Chairman n'est pas un ancien membre du comité de direction			✓	5,0 %
Transparence totale des rémunérations du comité de direction			✓	5,0 %
Transparence des seuils à atteindre avant attribution de bonus			✓	5,0 %
Le comité des rémunérations rapporte au Conseil d'Administration			✗	5,0 %
Statuts intelligibles et simples			✓	15,0 %
<b>Score de gouvernance</b>			<b>5,8/10</b>	<b>100,0 %</b>



## Management

Nom		Fonction	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Salaire, in k€ (year)	
						Trésorerie	Rémunération en titres
Michaël FRIBOURG	M	 DG	1982	2015		1 328	(2020)
Olivier BUQUEN	M	 DAF		2016			(2020)
Matthieu BADESCUT	M	 Member of the management board	1976	2018			
Joelle FABRE-HOFFMEISTER	F	 Member of the management board		2016			
Angela CHAN	F	 Executive Officer	1967	2017			
Laurent DEROLEZ	M	 Executive Officer	1958				
Sampiero LANFRANCHI	M	 Executive Officer	1983	2017			(2020)
Federico PAULLIER	M	 Executive Officer	1960	2013			

## Conseil d'administration

Nom		Indep.	Fonction	Fin du mandat actuel	Date de naissance	Date d'entrée	Date de sortie	Jetons de présence, en k€ (année)		Valeur des titres, en k€ (année)
Michaël FRIBOURG	M		 Président	2021	1982	2015		0,00	(2020)	
Emmanuel COQUOIN	M		 Membre	2022	1961	2015		64,7	(2020)	
Isabelle GUICHOT	F		 Membre	2022	1966	2016		64,7	(2020)	
Cecilia RAGUENEAU	F		 Membre	2023	1973	2017		64,7	(2020)	
Nicolas URBAIN	M		 Membre	2023	1960	2015		64,7	(2020)	
Maria VARCIU	F		 Membre	2022	1973	2019		64,7	(2020)	
Georges RALLI	M		 Secretary	2022	1948	2013		56,6	(2020)	

## Score d'Environnement

Ensembles de données évalués en tant que tendances sur un calendrier glissant, en fonction du secteur

Paramètres	Score	Secteur	Poids
Energie	3/10	5/10	25 %
Emissions CO <sup>2</sup>	9/10	5/10	30 %
Déchets	2/10	4/10	15 %
Prélèvement d'eau	1/10	4/10	30 %

Société (Secteur)











# 4,05

(4,69)

## Paramètres environnementaux

	Société				Secteur
	2017	2018	2019	2020	2020
Énergie (GJ) par million d'euros de capital employé	4 558	3 001	2 485	3 001	372
Tonnes de CO <sup>2</sup> par million d'euros de capitaux employés	284	0	0	0	32
Tonnes de déchets générés par million d'euros de capitaux employés	53		32	34	7
Mètre cube d'eau prélevée par million d'euros de capitaux employés	3 727	2 242	1 873	2 427	267

## Données sectorielles

Société	Pays	Score d'Environnement	Energie (totale, GJ)	Emissions CO <sub>2</sub> (tonnes)	Prélèvement d'eau (m <sup>3</sup> )	Déchets (total, tonnes)
DKSH		4/10	377 770	57 876	n/a	n/a
Chargeurs		4/10	1 018 271	54	823 511	11 589
Adecco		3/10	n/a	86 660	n/a	n/a
SGS		4/10	3 104 840	110 138	1 720 000	49 570
Experian		6/10	289 800	24 400	n/a	n/a
Rentokil Initial		3/10	830 452	185 145	n/a	n/a
Randstad Holding		7/10	1 188 379	63 957	165 000	900
Securitas		5/10	n/a	150 900	n/a	n/a
Bureau Veritas		5/10	909 212	136 093	1 074 000	n/a
Eurofins Scientific		4/10	n/a	250 000	n/a	n/a

### Social score

Société (Secteur)

**5,8** (5,9)

#### Paramètres Quantitatifs (67 %)

Ensemble de mesures numériques liées au personnel, disponibles dans le modèle propriétaire AlphaValue, visant à établir un classement sur les questions sociales et de ressources humaines.

Paramètres	Score	Poids
Evolution du personnel total	8/10	15 %
Evolution du salaire moyen	2/10	30 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les frais de personnel	5/10	20 %
Part de la valeur ajoutée absorbée par les impôts	5/10	15 %
Évolution de la dispersion des salaires	3/10	20 %
Bonus Effectif et Retraites (0 ou 1)	0	
<b>Quantitative score</b>	<b>4,2/10</b>	<b>100%</b>

#### Paramètres Qualitatifs (33 %)

Ensemble de critères qualitatifs, à cocher par l'analyste

Paramètres	Score	Poids
Accidents du travail	10/10	25 %
Developpement des ressources humaines	10/10	35 %
Paye	10/10	20 %
Satisfaction au travail	0/10	10 %
Communication interne	10/10	10 %
<b>Score Qualitatif</b>	<b>9,0/10</b>	<b>100%</b>

Les analystes d'AlphaValue cochent des cases sur les composantes essentielles de la vie sociale et des ressources humaines de l'entreprise.

La décision de cocher Oui ou Non est en grande partie une évaluation qui combine la communication de l'entreprise sur la question pertinente et le meilleur jugement de l'analyste à partir de son expérience.

#### Score Qualitatif

Paramètres	Oui  / Non 	Poids
<b>Accidents du travail</b>		<b>25 %</b>
Des objectifs ont-ils été fixés sur tous les sites du groupe?		10,0 %
Les accidents du travail sont-ils en diminution?		15,0 %
<b>Developpement des ressources humaines</b>		<b>35 %</b>
Les compétences nécessaires pour atteindre les objectif du groupe sont-elles identifiées		3,5 %
Existe-t-il un plan de recrutement à moyen terme (2 à 5 ans)		3,5 %
Existe-t-il une stratégie de formation pour atteindre les objectifs fixés par la société?		3,5 %
Les salariés sont-ils formés aux objectifs de demain?		3,5 %
Tous les salariés ont-ils accès à la formation?		3,5 %
Le groupe n'a pas fait de plan social ou tout autre forme licenciement économique sur l'année?		3,5 %
Les talents sont-ils restés?		3,5 %
Les managers ont-ils des objectifs de management?		3,5 %
Si oui, les résultats sont-ils pris en compte pour la réévaluation salariale?		3,5 %
La mobilité interne entre les différentes unités du groupe est-elle encouragée?		3,5 %
<b>Paye</b>		<b>20 %</b>
Existe-t-il un comité de rémunération ?		6,0 %
La rémunération variable prend-t-elle en compte la performance du groupe et celle du salarié?		14,0 %
<b>Satisfaction au travail</b>		<b>10 %</b>
Existe-t-il une mesure de la satisfaction des salariés?		3,3 %
Chacun peut-il y participer?		3,4 %
Y a-t-il un plan d'action pour améliorer le moral des salariés?		3,3 %
<b>Communication interne</b>		<b>10 %</b>
La stratégie et les objectifs du groupe sont-ils disponibles pour tous les salariés?		10,0 %
<b>Score Qualitatif</b>	<b>9,0/10</b>	<b>100.0%</b>

## Effectifs et retraites

À fin 2020, Chargeurs employait 2 500 personnes, contre seulement environ 2 000 en 2019, l'augmentation s'expliquant essentiellement par les acquisitions, dont en particulier D&P en 2020. Environ la moitié (1 083) est basée en Europe, la majeure partie (environ 600) en France étant principalement tirée par les activités de Chargeurs Films de Protection et Chargeurs Fashion Technologies. Chargeurs souhaite à la fois rééquilibrer sa géographie des actifs de production (via l'ouverture de nouvelles usines hors de France à l'image de la ligne de production récemment ouverte en Italie) et rajeunir son personnel français après de nombreuses années de réduction des coûts.

Avec un déficit d'environ 17m€ (principalement sous forme d'engagements de retraite non financés en Europe), les risques en matière de retraites paraissent maîtrisés alors même que le groupe utilise des taux d'actualisation prudents (0,25%) pour évaluer ses engagements, au moins en Europe. En comparaison, le taux appliqué aux Etats-Unis paraît élevé (3,3%).

Comptes détaillés à la fin de ce rapport

Synthèse des risques liés aux engagements de retraites		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
<b>Ratio des engagements retraite</b>	%	<b>8,56</b>	<b>7,21</b>	<b>6,48</b>	<b>5,77</b>
Fonds propres part groupe	M€	237	234	266	306
<b>Valeur actualisée des engagements</b>	<b>M€</b>	<b>22,2</b>	<b>18,2</b>	<b>18,4</b>	<b>18,7</b>
<i>dont engagements financés</i>	<i>M€</i>	<i>4,20</i>	<i>3,90</i>	<i>3,72</i>	<i>3,55</i>
<i>dont engagements non financés</i>	<i>M€</i>	<i>17,6</i>	<i>13,9</i>	<i>14,3</i>	<i>14,8</i>
<i>dont autres engagements (santé)</i>	<i>M€</i>	<i>0,40</i>	<i>0,41</i>	<i>0,42</i>	<i>0,42</i>
Ecarts actuariels non comptabilisés au bilan	M€	0,00	0,00	0,00	0,00

Répartition géo. des engagements de retraites		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Exposition US	%	33,0	33,0	33,0	33,0
Exposition GB	%				
Exposition Euro	%	67,0	67,0	67,0	67,0
Exposition Pays Nordiques	%				
Exposition Suisse	%				
Autre exposition	%				
Total	%	100	100	100	100

## Recent updates

11/11/2021

### Le chiffre d'affaires du T3 2021 confirme nos prévisions pour l'ensemble de 2021

Publication Res./CA

Chargeurs a publié de solides résultats pour le T3 2021, Protective Films continuant d'afficher de bonnes performances et Fashion Technologies semblant bénéficier d'une accélération de la reprise. L'offre de Museum Solutions a été renforcée par l'acquisition d'Event Communications et le chiffre d'affaires de Luxury Materials a renoué avec son niveau d'avant la pandémie. Même si les tensions sur les coûts et les matières premières assombrissent les perspectives à l'horizon de 2022, l'ensemble de ces éléments confortent notre optimisme pour 2021.

### Actualité

Chargeurs a publié un chiffre d'affaires de 173m€ au T3 2021, en hausse de +0,7% lfl par rapport à 2020 (exercice durant lequel les performances ont été portées par CHS) et de +14,2% lfl par rapport à 2019 (niveau d'activité plus normalisé). A 86,2m€, le chiffre d'affaires de Protective Films a progressé de 27,6% et a légèrement excédé nos attentes. Le redressement de Fashion Technologies s'est poursuivi, avec un chiffre d'affaires inférieur de seulement 15,7% à son niveau d'avant la crise sanitaire et supérieur de 19,5% lfl à celui du T3 2020. Les ventes de Luxury Materials ont plus que doublé en glissement annuel et ont retrouvé leur niveau de 2019 (+2,8%). Le chiffre d'affaires de Museum Solutions a pratiquement stagné en glissement annuel (-0,8%). Enfin, celui de Healthcare Solutions a atteint 11,3m€, confirmant une normalisation de la demande en EPI.

### Répartition du Chiffre d'affaires par division

€m	Q3			chg. 2021 vs. 2020		chg. 2021 vs. 2019	
	2021	2020	2019	reported	like-for-like	reported	like-for-like
Protective Films	86.2	67.1	69.8	+28.5%	+27.6%	+23.5%	+24.9%
PCC Fashion Technologies	39.1	32.9	48.5	+18.8%	+19.5%	-19.4%	-15.7%
Luxury Materials	22.1	9.8	21.5	+125.5%	+120.4%	+2.8%	+2.8%
Museum Solutions	14.2	13.2	6.6	+7.6%	-0.8%	+115.2%	-14.0%
<b>Chargeurs excl. Healthcare Solutions</b>	<b>161.6</b>	<b>123.0</b>	<b>146.4</b>	<b>+31.4%</b>	<b>+29.8%</b>	<b>+10.4%</b>	<b>+6.5%</b>
Healthcare Solutions	11.3	46.7	-	-75.8%	-75.8%	-	-
<b>Chargeurs</b>	<b>172.9</b>	<b>169.7</b>	<b>146.4</b>	<b>+1.9%</b>	<b>+0.7%</b>	<b>+18.1%</b>	<b>+14.2%</b>

\_Source : société

### Analyse

#### Protective Films devrait connaître une année record

CPF est resté sur une bonne dynamique, avec une progression des volumes portée par le secteur de la construction en Europe et en Asie, et des relèvements de prix généralisés répercutant la flambée du prix du polyéthylène. Pour la division, nous tablons actuellement sur un chiffre d'affaires record de 331m€ sur l'ensemble 2021, un niveau nous paraissant désormais facile à atteindre au vu de la solidité des performances opérationnelles du T3. Cependant, le niveau élevé des prix du PE devrait

encore peser sur les marges, toutes les ventes n'étant pas couvertes par des clauses de "pass-through". De fait, nous tablons sur une marge opérationnelle récurrente de la division inférieure à l'objectif de 10% jusqu'en 2023.

### **Des signes encourageants de reprise concernant Fashion Technologies**

D'une année sur l'autre, l'activité au sein de la division a fortement rebondi, portée par une bonne dynamique aux États-Unis, où le chiffre d'affaires excède désormais son niveau d'avant la pandémie. Le groupe note que les bonnes performances du trimestre découlent également du succès commercial d'une nouvelle ligne d'entoilage. A 39,1m€, le chiffre d'affaires publié est supérieur à nos prévisions et pourrait justifier un ajustement de nos estimations pour l'ensemble de l'exercice, le retour des carnets de commandes à leur niveau de 2019 signalant que la reprise s'accélère et renforçant la probabilité d'une poursuite de l'amélioration des tendances au T4.

### **Confirmation de la stratégie de croissance externe de Museum Solutions**

CMS a annoncé une nouvelle acquisition pour renforcer son activité de services aux musées, Event Communications Ltd, implantée au Royaume-Uni. Renforçant la position de leader incontesté de CMS au sein de ce marché de niche à haute valeur ajoutée, le nouveau venu apportera son expertise dans les domaines du design de musées et de la planification de projets muséaux. Grâce à la réouverture des espaces de vente au détail et au retour des salons et événements, le chiffre d'affaires la division du T3 (14,2m€) traduit une reprise progressive des activités non muséales.

### **Healthcare Solutions reste exposé aux retombées de la crise sanitaire**

Comme prévu, les progrès en matière de vaccination et l'amélioration de la situation sur le front sanitaire ont entraîné un ralentissement de la demande d'équipements de protection individuelle (EPI). Mécaniquement, par rapport à son niveau de 2020 qui avait bénéficié de la pandémie, le chiffre d'affaires de la division a considérablement baissé à 11,3m€ au T3, malgré les commandes en EPI prévues par les contrats-cadres. Bien que nous puissions nous attendre à une performance comparable au T4, confortant notre prévision de 92,0m€ pour l'ensemble de 2021, les perspectives pour 2022 pourraient devoir faire l'objet d'un réexamen tant les efforts du groupe en matière de diversification dans les autres activités liées à la santé et au bien-être pourraient ne pas se matérialiser avant un certain temps.

### **Impact**

A 705m€, notre prévision de chiffre d'affaires pour 2021 est pleinement conforme à l'objectif de la direction de "dépasser 700m€" cette année. De fait, nous n'ajusterons qu'à la marge nos prévisions actuelles. Néanmoins, pour tenir compte des tendances observées au T3 et des attentes à l'horizon de fin 2021, nous allons modifier nos anticipations en termes de répartition entre les différentes divisions. L'impact de ces révisions sur notre objectif de cours et notre recommandation ne devrait pas être significatif.

**23/09/2021****Changement du profil de valorisation**

Dernière News

**Nous avons initié la couverture de Chargeurs en tant que société holding se débattant pour rembourser sa dette. Cependant, la stratégie poursuivie par le nouveau propriétaire depuis 2015 et le développement des services B2B faiblement intensifs en capital nous ont conduits à réévaluer nos positions et à désormais considérer Chargeurs comme un groupe industriel.**

**Actualité**

A partir de la présente publication, Chargeurs sera traitée comme une société industrielle du secteur de la logistique et non plus comme une holding comme auparavant.

**Analyse**

Depuis que son propriétaire et dirigeant Michaël Fribourg en a pris le contrôle en 2015, la stratégie de Chargeurs a été très pragmatique, privilégiant la recherche de relais de croissance sur les marchés mondiaux à partir d'activités de niche faiblement intensives en capital.

Bien que nous ayons initialement perçu Chargeurs comme un conglomérat industriel/une holding, étant donnée l'importance de la part de ses activités quotidiennes déléguées à ses différentes unités opérationnelles, le développement de nouvelles activités à faible intensité capitalistique par la scission des segments de croissance existants en divisions à part entière (Healthcare Solutions et Museum Solutions) nous conduit à revoir nos positions.

Nous pensons désormais mieux tenir compte du profil unique de Chargeurs et de la dynamique actuelle de sa croissance en le considérant comme un groupe du secteur de la logistique dont les filiales très diversifiées proposent un grand nombre de services B2B principalement faiblement intensifs en capital.

**Impact**

Considérer Chargeurs comme un groupe industriel et non plus comme une holding implique un changement des paramètres de valorisation. La pondération associée à l'ANR est abaissée à 20% (contre 55% précédemment). Celle affectée à la valorisation à partir du ratio EV/EBITDA est désormais de 20%, tandis que le DCF se voit attribuer un poids de 35% (contre 5% initialement).

La comparaison avec un nouveau groupe de pairs du secteur de la logistique ou au même business model et le changement des pondérations associées aux différentes méthodes de valorisation pour tenir compte désormais du profil industriel du groupe conduisent à un objectif de cours globalement inchangé (à 35,1€ contre 34,9€ précédemment). Pour le DCF comme pour l'ANR, le mode de calcul de la valorisation reste inchangé. Pour le moment, seules les

pondérations et les pairs ont été changés. Il paraît clair qu'avec le temps, la situation devrait évoluer.

**13/09/2021**

**Résultats S1 2021 : de solides performances opérationnelles et des carnets de commandes record renforcent la confiance dans les perspectives pour 2022**

Publication Res./CA

**Le groupe a publié des résultats S1 2021 encourageants, soutenus principalement par les bonnes performances de Protective Films et de Healthcare Solutions. L'ensemble des divisions ont néanmoins contribué positivement à la rentabilité du groupe. Après avoir généré une trésorerie opérationnelle de 131m€ au cours des 18 derniers mois, Chargeurs détient un trésor de guerre important et renoue avec une stratégie active en termes d'acquisition. Sur le front de la croissance organique, la solidité des carnets de commandes dans ses principales activités laisse entrevoir une bonne année 2022.**

**Actualité**

- Chargeurs a publié un chiffre d'affaires total de 372m€ au titre du S1, en progression de 14% lfl par rapport au S1 2019, soit avant la pandémie. Après retraitement de la contribution exceptionnelle de CHS au S1 2020, le CA a diminué de 28% en glissement annuel.
- Alors que l'EBITDA consolidé s'établit à 46m€ (marge de 12,4%), le ROPA a atteint 34m€, un niveau correspondant à une marge de 9,1%.
- La génération de trésorerie a été très importante, à 58m€ pour la seule composante opérationnelle, contribuant à faire baisser le niveau de la dette nette à 89m€ (contre 127m€ à fin décembre 2020).
- Compte tenu des bons résultats du S1, le groupe a décidé de verser un acompte sur dividende d'un montant de 0,48€ par action.

\*Les perspectives pour 2021 dépendent de l'évolution de la crise sanitaire toujours en cours et de la reprise de l'activité au sein de ses principales divisions, ces dernières restant affectées (notamment CFT et CLM). Néanmoins, la direction se dit "très confiante" concernant 2022.

€m	H1 2021	H1 2019	change
Revenue	372.4	326.1	+14.2%
EBITDA	46.3	32.5	+42.5%
<i>As a % of revenue</i>	12.4%	10.0%	
Recurring operating profit	34.0	22.7	+49.8%
<i>As a % of revenue</i>	9.1%	7.0%	
Attributable net profit	24.7	8.3	+197.6%
Net cash from operating activities	58.0	0.5	x 116



Source: Company reports

### Analyse

Il convient tout d'abord de préciser que les résultats du S1 2020 présentaient un caractère exceptionnel, 254m€ sur les 519m€ de chiffre d'affaires publiés au titre de la période s'expliquant par l'explosion de la demande d'équipements de protection individuelle liée à la pandémie. Dans ce contexte, une comparaison avec les niveaux d'avant la crise sanitaire paraît plus appropriée, laissant apparaître une progression encourageante de 11,6% du chiffre d'affaires par rapport au S1 2019, et ce bien que l'activité au sein de CFT-PCC et de CLM ne se soit pas encore complètement remise, les restrictions pesant sur le commerce de détail non essentiel n'étant levées que progressivement au sein des différents pays.

### Des résultats encourageants portés par Protective Films

La croissance du chiffre d'affaires sur le semestre s'explique par les performances record de CPF, dont le CA, à 169m€ a progressé de respectivement 29% lfl et 21% lfl en glissement annuel par rapport au S1 2020, et au S1 2019. Comme nous l'avions évoqué en avril dernier pour justifier la révision de nos estimations, CPF était placé en première ligne pour tirer parti de la forte demande de biens industriels et de matériaux de construction, ses marges bénéficiant de la gamme de produits haut de gamme de la division et des capacités de production à la pointe du progrès. La tendance s'est depuis vérifiée, le raffermissement de la demande émanant des secteurs du bâtiment et de l'électroménager ayant conduit à une hausse du carnet de commandes correspondant à un quasi doublement par rapport à son niveau "normalisé".

Sur le front des marges, Chargeurs a pu minimiser l'impact de la flambée du prix du polyéthylène grâce à son fort pricing power, en répercutant en partie la hausse sur les consommateurs, et en bénéficiant de contrats d'approvisionnement signés dans le passé à des prix de vente plus avantageux. De fait, le résultat opérationnel sous-jacent a atteint 12m€, correspondant à une marge de 8,4% (contre 8,0% attendu par Alphavalue).

### Les perspectives bénéficient de la normalisation post-Covid

Concernant CHS, si le chiffre d'affaires s'est normalisé par rapport à la conjoncture exceptionnelle du marché des EPI au S1 2020 (à 71m€ contre 254m€ l'an dernier), la rentabilité opérationnelle de la division s'est améliorée, portée par la priorité donnée aux biens de haute qualité et aux services conformément à la philosophie de Chargeurs. Le ROPA s'établit à 18m€, correspondant à une marge solide de 25,4%. Le lancement de nouveaux produits et la signature de contrats de distribution avec un certain nombre de partenaires du secteur de la santé et des soins personnels devraient porter le chiffre d'affaires 2021 dans le haut de la fourchette de prévision du groupe (entre 50m€ et 100m€).

En ce qui concerne Museum Solutions, l'intégration de D&P et Hypsos a entraîné un effet de périmètre favorable, le CA de la division progressant de 9,6% lfl en glissement annuel. Le redémarrage partiel des activités hors

musées et la forte rentabilité opérationnelle de D&P ont également contribué à améliorer fortement les marges en glissement annuel (passées de 3,2% à 9,9% au S1 2021). Compte tenu de la levée progressive des mesures de restriction liées à la crise sanitaire, une normalisation de l'activité est désormais attendue. Le potentiel d'amélioration est donc important pour 2022, notamment pour les segments exposés au commerce de détail et aux salons professionnels.

Quant à CFT-PCC et CLM, les deux divisions restent exposées à la faiblesse des secteurs de la mode et du commerce de détail, avec une quasi-stagnation de leur chiffre d'affaires en glissement annuel. Néanmoins, il existe un certain nombre de signes encourageants. Ainsi, le niveau du carnet de commandes de CFT excède désormais celui d'août 2019 et l'environnement de marché devrait s'améliorer au S2 et en 2022 grâce à la réouverture progressive des économies dans un contexte de fin de pandémie.

### **Une solide génération de trésorerie encourage une stratégie offensive en termes de croissance externe**

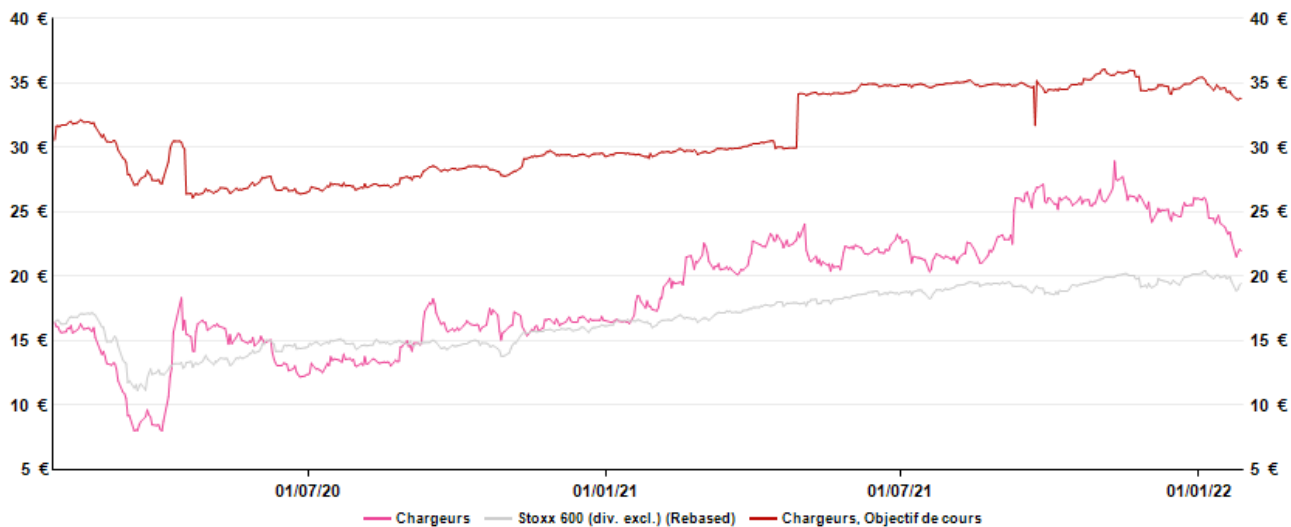
Globalement, le ROPA consolidé a atteint 34m€, correspondant à une marge de 9,1%, un niveau supérieur à notre prévision (28m€). La solidité des performances opérationnelles et une gestion efficace du BFR ont conduit à une forte génération de trésorerie au S1, à 58m€. Outre une réduction drastique de la dette nette à 1,1x l'EBITDA, une telle performance a contribué à augmenter la liquidité jusqu'à pratiquement 400m€. Sur cette base, le groupe dispose de fortes marges de manœuvre pour poursuivre sa croissance externe, la direction prônant une stratégie plus agressive en termes d'acquisition, avec des effets déjà visibles avec l'annonce d'une acquisition au Royaume Uni dans le luxe.

Selon nous, cette nouvelle acquisition est pleinement conforme à l'évolution naturelle de Chargeurs, correspondant aux ambitions du groupe dans les secteurs à haute valeur ajoutée et à faible intensité capitalistique. Elle pourrait conduire à la création d'un sixième pilier susceptible d'aider le groupe à atteindre ses objectifs à l'horizon 2025.

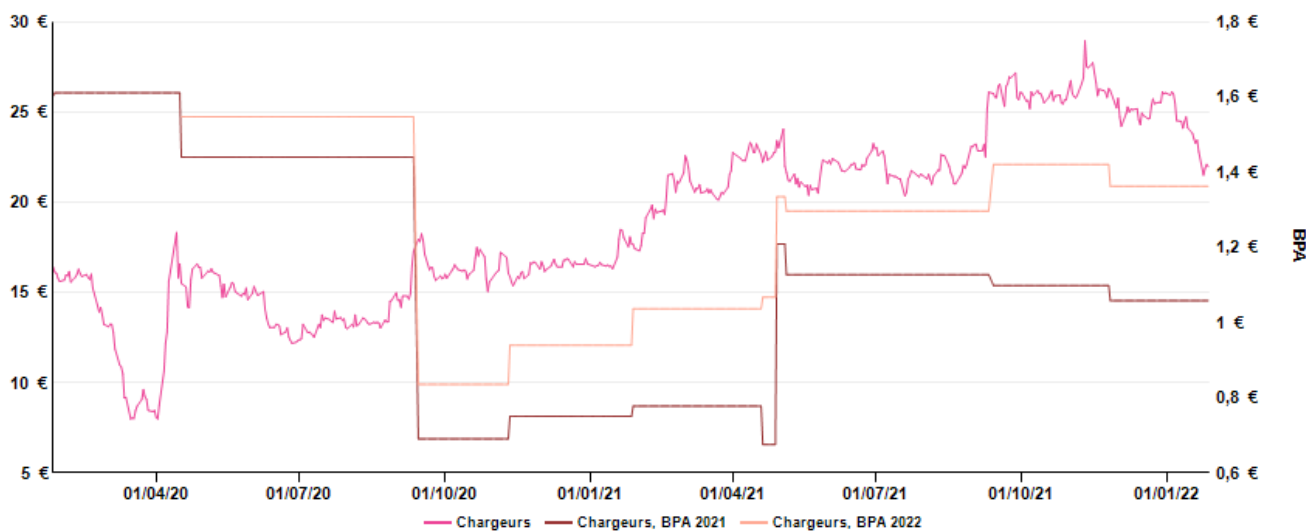
### **Impact**

Les perspectives pour le S2 restent tributaires de la réouverture complète des économies sur fond de fin progressive de la crise sanitaire, nous n'ajusterons qu'à la marge nos prévisions actuelles, en particulier pour les divisions qui ont été les plus affectées, à savoir CFT-PCC et CLM. Pour 2022, la confiance affichée par la direction concernant ses prévisions et la très bonne visibilité découlant du niveau record du carnet de commandes, notamment pour CPF, soutiennent nos prévisions actuelles et notre recommandation positive.

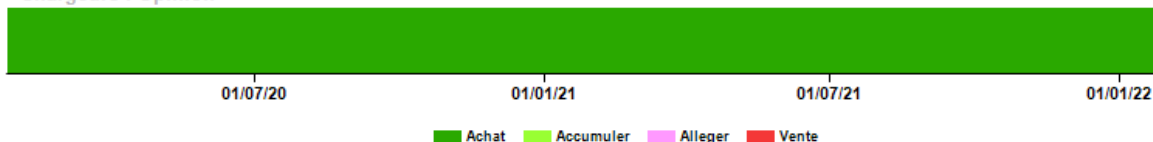
## Cours & Objectif de cours



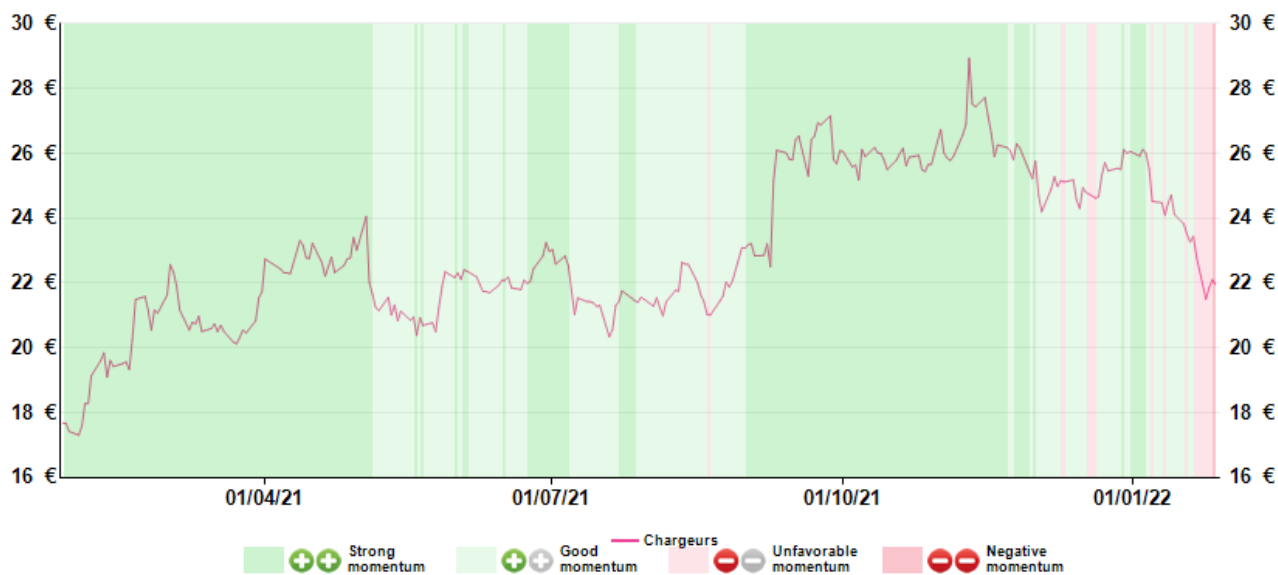
## Bénéfices par action et Opinion



### Chargeurs : Opinion



## Momentum





L'analyse par le momentum consiste à évaluer la tendance boursière sur un instrument financier, à partir de l'analyse des flux d'échanges sur cet instrument. Les principaux indicateurs utilisés dans notre outil de momentum sont les moyennes mobiles simples sur 3 échelles de temps : le court terme (20 jours de bourse), le moyen terme (50j) et le long terme (150j).


Le positionnement de ces moyennes mobiles les unes par rapport aux autres nous indique l'orientation des flux sur ces 3 échelles de temps. Par exemple si les moyennes mobile courtes et intermédiaires sont au dessus de la moyenne longue cela détermine une orientation haussière à confirmer.


Nous prenons également en compte la position du dernier cours de bourse par rapport aux trois moyennes mobiles (indicateur avancé) ainsi que la dynamique de ces 3 moyennes -baissière, neutre, haussière- qui est plutôt un indicateur retardé.

Les indications directionnelles données par les flux au travers des moyennes mobiles et les cours doivent être confirmées par les volumes pour valider le signal. Nous utilisons pour cela un calcul de hausse moyenne des volumes sur 10 semaines complété par un calcul relatif sur les volumes à la hausses et les volumes à la baisse pour valider nos analyses

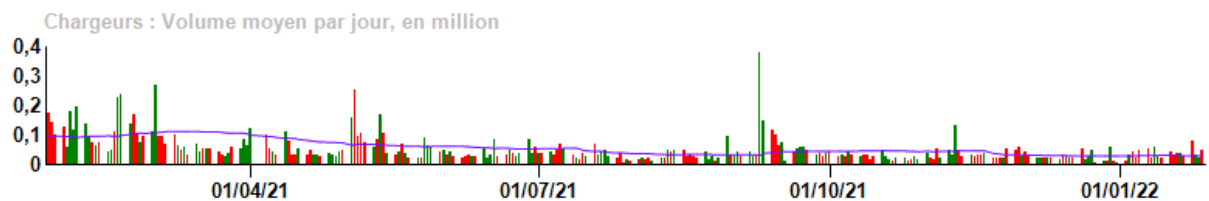
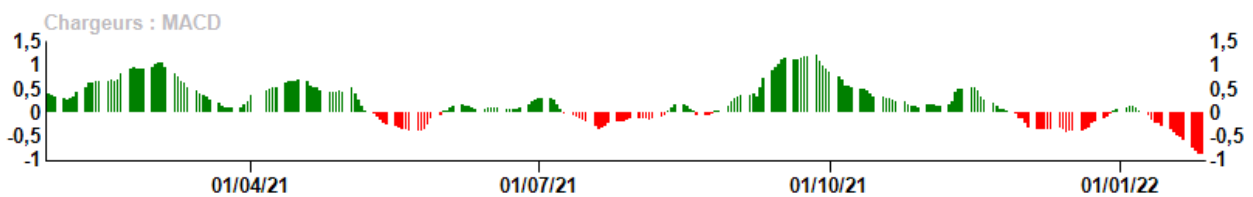
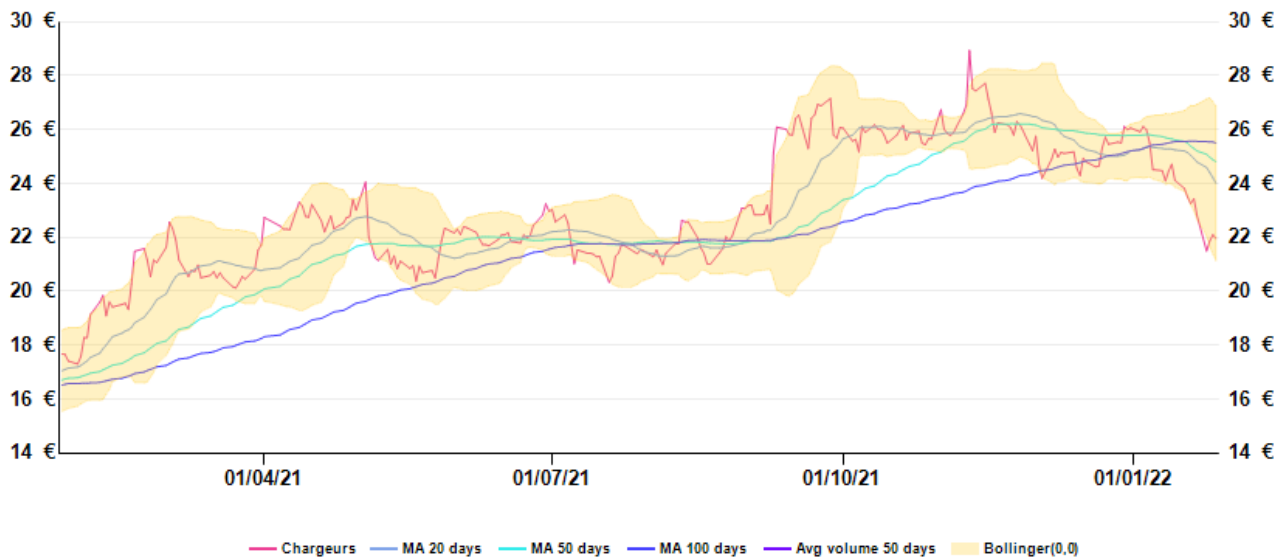
 : Momentum fortement positif correspondant a une tendance haussière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

 : Momentum plutôt positif correspondant à une orientation globalement haussière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-achat ou par l'absence de volumes.

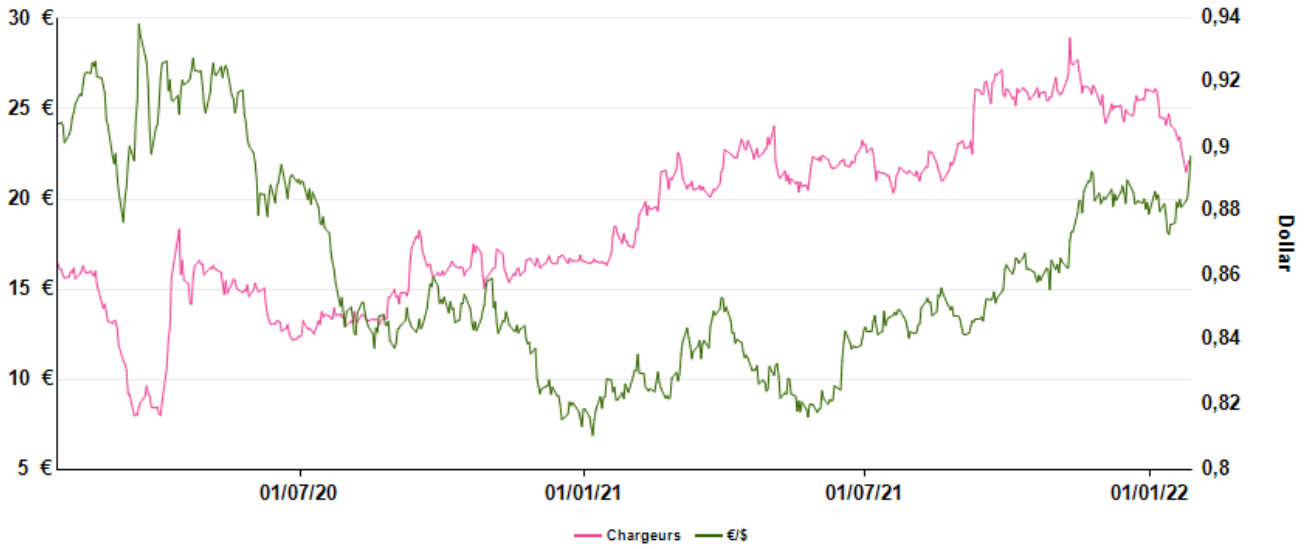
 : Momentum plutôt négatif correspondant à une orientation neutre ou baissière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-vente ou par l'absence de volumes.

 : Momentum fortement négatif correspondant à une tendance baissière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

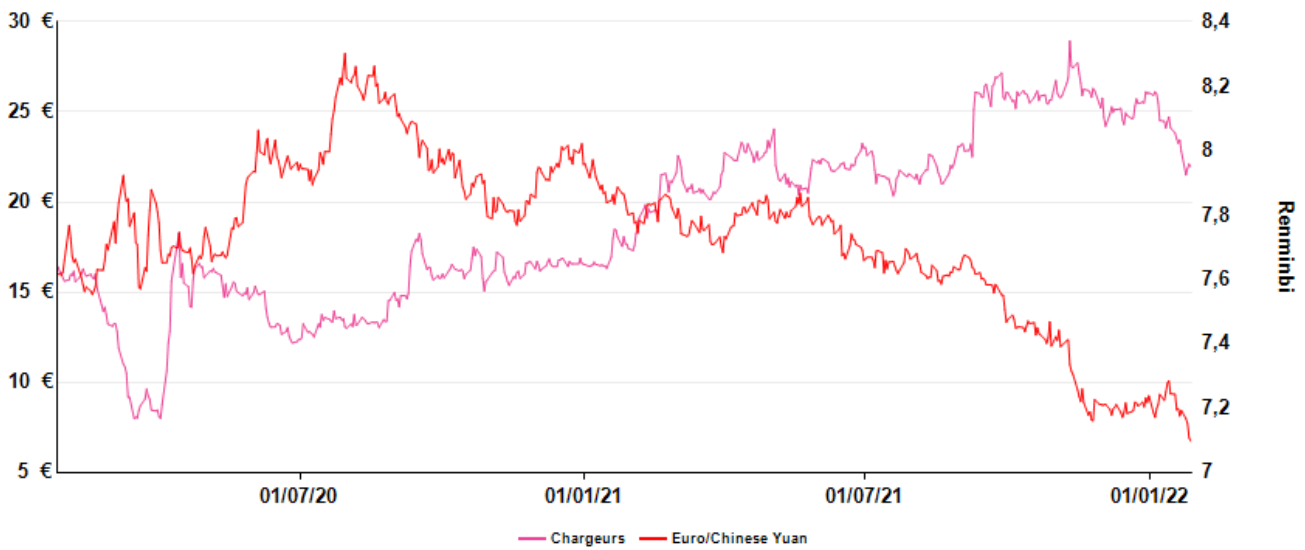
## Moyenne mobile MACD & Volume



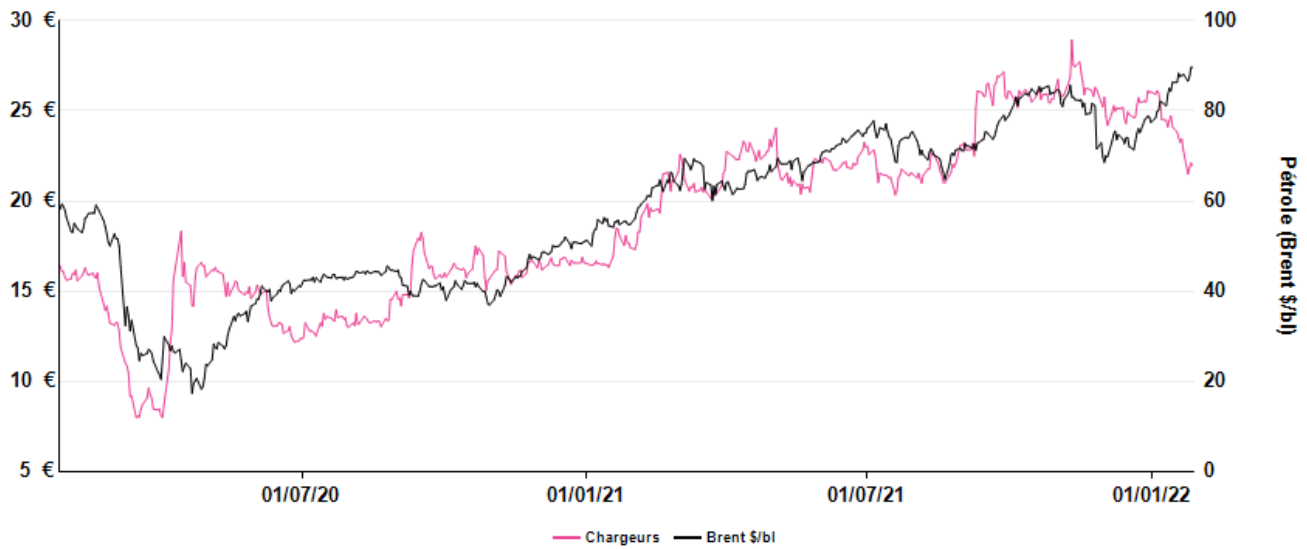
## €/\$ sensibilité



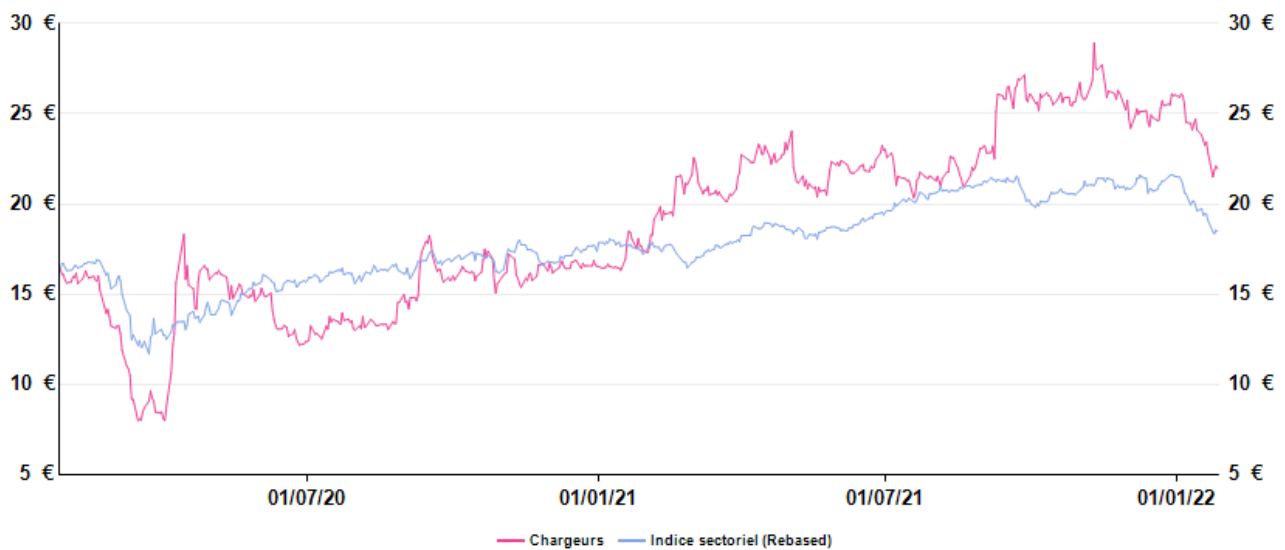
## Euro/Chinese Yuan sensibilité



## Brent \$/bl sensibilité



## Secteur Services aux entreprises



## Données financières

Clefs de valorisation		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
<b>PER ajusté</b>	x	<b>9,00</b>	<b>21,8</b>	<b>16,1</b>	<b>14,4</b>
PER publié	x	8,93	21,9	16,2	14,5
<b>VE/EBITDA(R)</b>	x	<b>4,66</b>	<b>9,07</b>	<b>7,61</b>	<b>6,41</b>
<b>P/ANC</b>	x	<b>1,54</b>	<b>2,30</b>	<b>1,94</b>	<b>1,69</b>
<b>Rendement du dividende</b>	%	<b>8,34</b>	<b>2,60</b>	<b>2,96</b>	<b>3,28</b>
<i>Rendement du cash flow disponible</i>	%	16,3	4,79	7,14	8,13
Cours moyen	€	15,8	23,1	22,0	22,0



## Compte d'exploitation consolidé

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
<b>Chiffre d'affaires</b>	M€	822	707	770	841
<i>Croissance du CA</i>	%	31,3	-14,0	8,95	9,15
<i>CA par employé</i>	k€	345	232	237	244
<b>Croissance organique</b>	%				
Achats et coûts externes (incl. IT)	M€				
Coûts de personnel	M€	-104	-114	-123	-132
Loyers de location opérationnelle	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Coût des ventes (indicatif)	M€				
<b>EBITDA</b>	M€	102	71,8	80,7	93,4
EBITDA(R)	M€	102	71,8	80,7	93,4
<i>Marge d'EBITDA(R)</i>	%	12,5	10,2	10,5	11,1
<i>EBITDA(R) par employé</i>	k€	43,0	23,6	24,8	27,1
Dotations aux amortissements	M€	-20,6	-20,8	-19,9	-22,9
<i>Dotations aux amortissements/CA</i>	%	2,51	2,94	2,58	2,72
Dépréciations	M€	-2,50 <sup>(3)</sup>	-4,45 <sup>(3)</sup>	-3,47	-3,67
<b>Résultat opérationnel courant</b>	M€	79,3	46,6	57,3	66,8
<i>Marge opérationnelle courante</i>	%	9,65	6,59	7,44	7,95
Autres revenus/dépenses (cash)	M€	-18,2	-8,00	-8,00	-10,0
Autres rev./dép. (non cash; incl. réévaluat° d'actifs)	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Valeur actuelle des instruments d'exploitation	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat des JV	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendes versés par les JV</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Cash flow provenant des JV</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Dépréciation des survaleurs	M€	-5,30	0,00	0,00	0,00
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	M€	55,8	38,6	49,3	56,8
Charges financières	M€	-11,0	-11,0	-11,5	-12,5
<i>dont effectivement décaissé</i>	M€	-11,0	-11,0	-11,5	-12,5
Produits financiers	M€	6,10	3,50	3,50	3,50
Autres produits (charges) financiers	M€	-4,60	-3,00	-3,00	-3,00
<b>Résultat financier net</b>	M€	-9,50	-10,5	-11,0	-12,0
<i>dont services des engagements de retraites</i>	M€	-0,30	-0,20	-0,28	-0,31
<b>Profits avant impôts et exceptionnels</b>	M€	46,3	28,1	38,3	44,8
Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)	M€				
<i>dont composante cash</i>	M€				
Impôt courant	M€	-11,7	-7,02	-9,97	-12,6
Déficits fiscaux reportables	M€	6,40	3,00	3,00	3,00
Impôts différés	M€	1,00	0,00	0,00	0,00
<b>Impôts sur les sociétés</b>	M€	-4,30	-4,02	-6,97	-9,56
<i>Taux d'imposition</i>	%	8,33	14,3	18,2	21,3
<i>Marge nette</i>	%	5,11	3,40	4,07	4,20
Mises en équivalence	M€	-1,70	0,50	0,50	0,50
<i>Dividendes reçus des mises en équivalences</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Intérêts minoritaires	M€	0,70	0,00	0,00	0,00
<i>dividendes versés aux minoritaires</i>	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat des activités destinées à être cédées	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Résultat net pdg</b>	M€	41,0	24,6	31,9	35,8
Dépréciation des survaleurs	M€	5,30	0,00	0,00	0,00
Autres ajustements	M€	-6,00			
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	M€	40,3	24,6	31,9	35,8
Economie d'intérêts	M€				
<b>Résultat corrigé et dilué</b>	M€	40,3	24,6	31,9	35,8
<b>NOPAT</b>	M€	54,0	33,3	40,8	47,5

3. Dépréciation des immobilisations acquises des incorporelles

## Tableau de financement

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
EBITDA	M€	102	71,8	80,7	93,4
Variation du BFR	M€	2,60	-7,07	-0,65	-3,69
<i>dont (augm./dimin.) des créances clients</i>	M€	-4,10	8,40	-5,59	-6,28
<i>dont (augm./dimin.) des stocks</i>	M€	-18,7	16,2	-12,3	-14,6
<i>dont augm./dimin.) des dettes fournisseurs</i>	M€	27,1	-23,3	17,8	19,2
<i>dont augm./dimin.) autres dettes</i>	M€	-1,70	-8,39	-0,56	-2,04
Dividendes reçus des mises en équivalence	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	-6,40	-4,02	-6,97	-9,56
Eléments exceptionnels	M€				
Autres cash flows d'exploitation	M€	-14,6	-8,00	-8,00	-8,00
<b>Cash flows d'exploitation total</b>	<b>M€</b>	<b>84,0</b>	<b>52,7</b>	<b>65,1</b>	<b>72,2</b>
Investissements matériels	M€	-14,9	-16,5	-17,3	-18,0
<i>Investissements / dotations aux amortissements</i>	%	64,5	65,4	74,0	67,7
Acquisitions de titres	M€	-53,0 <sup>(4)</sup>	-10,0 <sup>(4)</sup>	-10,0	-10,0
Autres flux d'investissement	M€	-9,00	0,00	0,00	0,00
<b>Flux d'investissement net</b>	<b>M€</b>	<b>-76,9</b>	<b>-26,5</b>	<b>-27,3</b>	<b>-28,0</b>
Charges financières nettes	M€	-9,50	-10,5	-11,0	-12,0
<i>dont compasante cash</i>	M€	-11,0	-10,3	-10,7	-11,7
Dividendes (maison mère)	M€	-5,90	-18,8	-8,93	-10,2
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	-0,10 <sup>(5)</sup>	0,00	0,00	0,00
<i>dont (achat)/vente d'actions d'autocontrôle</i>	M€	-0,10	0,00	0,00	0,00
(Aug.) / réduction de la dette nette	M€	136	-18,3	-26,3	-34,7
Autres flux financiers	M€	-7,80	-3,00	-3,00	-3,00
<b>Flux financiers totaux</b>	<b>M€</b>	<b>111</b>	<b>-50,4</b>	<b>-48,9</b>	<b>-59,6</b>
Variations de périmètre	M€	-3,10	0,00	0,00	0,00
Variation de la trésorerie	M€	115	-24,2	-11,2	-15,4
Variation de la dette nette	M€	-20,8	-5,88	15,1	19,3
Cash flow disponible (avant div)	M€	59,6	25,7	36,8	42,2
Cash flow opérationnel	M€	84,0	52,7	65,1	72,2
<i>Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)</i>	%	17,9	18,3	17,8	17,3

4. Niveau normalisé du coût des acquisitions à VE = 1,5x CA

5. L'émission de droits ou d'équivalent est supposée augmenter le nombre d'actions de 4m à 25€ pour maintenir la dette à un niveau acceptable (dette/EBITDA <2x)

<b>Bilan</b>		<b>12/20A</b>	<b>12/21E</b>	<b>12/22E</b>	<b>12/23E</b>
Survaleurs	M€	191	197	204	211
Autres immobilisations incorporelles	M€	38,0	38,0	38,0	38,0
<b>Total actif incorporel</b>	<b>M€</b>	<b>229</b>	<b>235</b>	<b>242</b>	<b>249</b>
Immobilisations corporelles	M€	83,1	90,1	97,1	104
<b>Droits de tirage</b>	<b>M€</b>	<b>38,1</b>	<b>38,9</b>	<b>39,6</b>	<b>40,4</b>
Immobilisations financières (invest. LT dans des sociétés)	M€	7,00	7,00	7,00	8,00
Autres immo. financières (optique de placement)	M€	8,30	8,30	8,30	8,30
<i>dont disponible à la vente</i>	<i>M€</i>	<i>0,00</i>			
<b>BFR</b>	<b>M€</b>	<b>-17,6</b>	<b>-10,5</b>	<b>-9,88</b>	<b>-6,19</b>
<i>dont clients (+)</i>	<i>M€</i>	<i>64,1</i>	<i>55,7</i>	<i>61,3</i>	<i>67,6</i>
<i>dont stocks (+)</i>	<i>M€</i>	<i>139</i>	<i>123</i>	<i>135</i>	<i>150</i>
<i>dont fournisseurs (+)</i>	<i>M€</i>	<i>184</i>	<i>160</i>	<i>178</i>	<i>197</i>
<i>dont engagements courants (+)</i>	<i>M€</i>	<i>37,2</i>	<i>28,8</i>	<i>28,2</i>	<i>26,2</i>
Autres actifs courants	M€	51,1	35,0	37,0	39,0
<i>dont actifs d'impôts</i>	<i>M€</i>				
<b>Actif total (net des engagements CT)</b>	<b>M€</b>	<b>399</b>	<b>404</b>	<b>421</b>	<b>442</b>
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€</b>	<b>237</b>	<b>234</b>	<b>266</b>	<b>306</b>
Intérêts minoritaires	M€	-0,80	0,00	0,00	0,00
<b>Provisions pour retraite</b>	<b>M€</b>	<b>16,8</b>	<b>18,2</b>	<b>18,4</b>	<b>18,7</b>
Autres provisions pour risques et charges	M€	0,40	0,40	0,40	0,40
Charges d'IS	M€	-30,5	-30,0	-30,0	-30,0
Autres charges	M€	48,7	48,7	48,7	48,7
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€</b>	<b>127</b>	<b>133</b>	<b>117</b>	<b>98,2</b>
<b>Passifs totaux</b>	<b>M€</b>	<b>399</b>	<b>404</b>	<b>421</b>	<b>442</b>
<b>Endettement net moyen / (trésorerie)</b>	<b>M€</b>	<b>138</b>	<b>130</b>	<b>125</b>	<b>108</b>

<b>Valeur d'entreprise</b>		<b>12/20A</b>	<b>12/21E</b>	<b>12/22E</b>	<b>12/23E</b>
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>4,66</b>	<b>9,07</b>	<b>7,61</b>	<b>6,41</b>
<b>VE/EBIT</b>	<b>x</b>	<b>6,02</b>	<b>14,0</b>	<b>10,7</b>	<b>8,96</b>
<b>VE/CA</b>	<b>x</b>	<b>0,58</b>	<b>0,92</b>	<b>0,80</b>	<b>0,71</b>
EV/Capital investi	x	1,41	1,81	1,63	1,52
Capitalisation boursière	M€	366	538	515	519
+ Provisions (incluant les retraites)	M€	17,2	18,6	18,8	19,1
+ Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	88,6	93,7	77,8	57,7
+ Droits d'utilisation (depuis 2019) / Dette implicite aux immo. en ...	M€	38,1	38,9	39,6	39,6
- Immobilisations financières (juste valeur) et autres	M€	32,3	37,3	37,3	37,3
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	0,00	0,00	0,00	1,00
<b>= Valeur d'entreprise</b>	<b>M€</b>	<b>478</b>	<b>652</b>	<b>614</b>	<b>599</b>

## Données par action

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
<b>BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)</b>	€	<b>1,76</b>	<b>1,06</b>	<b>1,36</b>	<b>1,52</b>
<i>Croissance des BPA</i>	%	167	-39,8	28,7	11,6
BPA publié	€	1,77	1,05	1,36	1,52
<b>Dividende net par action</b>	€	<b>1,32</b>	<b>0,60</b>	<b>0,65</b>	<b>0,72</b>
Cash flow libre par action	€	2,60	1,11	1,57	1,79
Cash flow opérationnel par action	€	3,67	2,27	2,78	3,07
Actif net comptable par action	€	10,3	10,0	11,3	13,0
<b>Nombre d'actions ordinaires</b>	<b>Mio</b>	<b>24,2</b>	<b>24,4</b>	<b>24,5</b>	<b>24,7</b>
Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année)	Mio	24,2	24,4	24,5	24,7
Nombre d'actions pour Capi.	Mio	24,2	24,4	24,5	24,7
Autocontrôle (fin d'année)	Mio	1,04	1,04	1,04	1,04
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)	Mio	23,1	23,3	23,5	23,6
<b>Nombre d'actions ordinaires moyen</b>	<b>Mio</b>	<b>22,9</b>	<b>23,2</b>	<b>23,4</b>	<b>23,5</b>
Conversion d'instruments de dette en actions	Mio				
Règlement de stock-options exerçables	Mio	0,00	0,00	0,00	0,00
Règlement probable de stock-options non exerçables	Mio				
Autres engagements d'émettre des titres	Mio				
Dilution (moyenne)	Mio	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Nombre d'actions dilué (moyen)</b>	<b>Mio</b>	<b>22,9</b>	<b>23,2</b>	<b>23,4</b>	<b>23,5</b>
Survaleur par action	€	0,23	0,00	0,00	0,00
BNA après amort. des survaleurs (dilué)	€	1,53	1,06	1,36	1,52
BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)	€	1,79	1,06	1,36	1,52
Paiement effectif	€				
<b>Taux de distribution</b>	<b>%</b>	<b>74,4</b>	<b>56,9</b>	<b>47,9</b>	<b>47,5</b>
<b>Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)</b>	<b>%</b>	<b>47,0</b>	<b>36,3</b>	<b>32,0</b>	

**Financement et liquidité**

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
EBITDA	M€	102	71,8	80,7	93,4
Cash flow des opérations	M€	70,4	49,5	55,0	64,2
<b>Fonds propres</b>	<b>M€</b>	<b>237</b>	<b>234</b>	<b>266</b>	<b>306</b>
<b>Dette brute</b>	<b>M€</b>	<b>348</b>	<b>330</b>	<b>303</b>	<b>269</b>
dont échéance moins d'un an	M€	38,3	26,3	64,7	35,1
dont échéance entre 1 et 5 ans	M€	168	163	139	138
dont échéance moins de 2 ans	M€	26,3	64,7	35,1	41,7
dont échéance moins de 3 ans	M€	64,7	35,1	41,7	21,7
dont échéance moins de 4 ans	M€	35,1	41,7	21,7	40,0
dont échéance moins de 5 ans	M€	41,7	21,7	40,0	35,0
dont échéance à plus de 5 ans	M€	142	140	100	95,0
+ Trésorerie brute	M€	221	197	186	170
<b>= Dette nette / (trésorerie)</b>	<b>M€</b>	<b>127</b>	<b>133</b>	<b>117</b>	<b>98,2</b>
Emprunts bancaires	M€	120	108	103	98,2
Obligations émises	M€	81,0	81,0	81,0	82,0
Leasing	M€	0,00	0,00	0,00	1,00
Autres financements	M€	147	140	119	87,3

Ratio d'endettement	%	58,0	55,4	47,0	35,2
Fonds propres/Actif total (%)	%	59,5	58,0	63,2	69,2
<i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>	x	1,61	2,39	1,95	1,48
<i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>	x	3,56	4,85	3,99	3,08
<i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds propres)</i>	%	60,6	59,8	54,8	48,4
<i>Ebit cover</i>	x	8,62	4,52	5,35	5,72
<i>CF des opérations/dette brute</i>	%	19,3	14,2	17,1	22,3
<i>CF des opérations/dette nette</i>	%	55,6	37,3	46,9	65,4
<i>FCF/Dette brute ajustée</i>	%	16,3	7,40	11,4	14,7
<i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>	x	7,33	8,47	3,44	6,05
<i>FCF/Dette CT</i>	x	1,52	0,99	0,57	1,21

**Analyse du ROE par la méthode de Dupont**

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)	x	0,89	0,87	0,83	0,80
Marge opérationnelle (EBIT/CA)	%	6,79	5,46	6,40	6,76
Rotation des actifs(CA/actifs moyens)	%	210	176	187	195
Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens)	x	1,67	1,70	1,65	1,51
<b>Rendement des fonds propres (ROE)</b>	<b>%</b>	<b>17,5</b>	<b>10,4</b>	<b>12,7</b>	<b>12,5</b>
ROA	%	19,0	12,3	15,0	16,4

**Réconciliation des capitaux propres**

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Fonds propres année N-1	M€	232	237	234	266
+ Profits nets de l'année	M€	41,0	24,6	31,9	35,8
- Dividendes (maison mère)	M€	-5,90	-18,8	-8,93	-10,2
+ Augmentation de capital	M€	-0,10	0,00	0,00	0,00
dont diminution (augmentation) de l'autocontrôle	M€	-0,10	0,00	0,00	0,00
- Gains (pertes) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Autres éléments de résultat ("comprehensive")	M€	-30,8	-8,19	8,97	14,5
<b>= Fonds propres fin d'année</b>	<b>M€</b>	<b>237</b>	<b>234</b>	<b>266</b>	<b>306</b>

Personnel		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Chiffre d'affaires par employé	k€	345	232	237	244
Coûts de personnel unitaire	k€	-43,8	-37,5	-37,8	-38,2
Variation des coûts de personnel	%	5,36	9,75	7,31	7,25
Variation des coût de personnel unitaire	%	-15,0	-14,4	0,70	1,04
Coûts de pers./(Ebitda+Coûts de pers.)	%	50,4	61,4	60,3	58,5

Nombre d'employés moyen	utp	2 380	3 050	3 250	3 450
Europe	utp	865	920	1 000	1 050
Amérique du Nord	utp	315	330	350	400
Amérique du Sud	utp	0,00	0,00	0,00	0,00
Asie	utp	900	1 000	1 000	1 000
Autres pays clés	utp	300	800	900	1 000
<b>Coûts totaux de personnel</b>	<b>M€</b>	<b>-104</b>	<b>-114</b>	<b>-123</b>	<b>-132</b>
Salaires	M€	-104	-114	-122	-131
dont contributions sociales	M€	-24,7	-25,2	-25,7	-26,2
Paieement en titres	M€				
Coûts relatfs aux retraites	M€		-0,86	-0,86	-0,86

Chiffre d'affaires par division		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>M€</b>	<b>822</b>	<b>707</b>	<b>770</b>	<b>841</b>
Protective Films	M€	270	335	344	354
Fashion Technologies (ex Interlining)	M€	132	144	182	213
Museum Solutions (ex Technical Substrates)	M€	51,6	57,2	69,8	85,2
Luxury Materials (ex Wool)	M€	64,6	81,0	89,0	95,2
Healthcare Solutions	M€	304	90,0	85,5	93,6
Other	M€	0,00 <sup>(1)</sup>	0,00 <sup>(1)</sup>	0,00	0,00

1. Augmentation du chiffre d'affaires via les acquisitions. Estimation AV. Éventuellement avec la création d'un cinquième secteur d'activité

Résultat par division		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
<b>Underlying operat. profit Analysis</b>					
Protective Films	M€	17,0	25,1	26,5	32,2
Fashion Technologies (ex Interlining)	M€	5,10	5,32	11,1	16,4
Museum Solutions (ex Technical Substrates)	M€	1,90	4,95	6,21	7,75
Luxury Materials (ex Wool)	M€	-2,30	1,01	1,74	2,47
Healthcare Solutions	M€	63,5	20,1	17,7	16,4
Other/cancellations	M€	-5,90 <sup>(2)</sup>	-7,85 <sup>(2)</sup>	-7,24	-8,41
<b>Total</b>	<b>M€</b>	<b>79,3</b>	<b>48,6</b>	<b>56,0</b>	<b>66,8</b>
Underlying operat. profit margin	%	9,65	6,88	7,27	7,95

2. Combine les coûts centraux d'environ 8m€ par an et la contribution au niveau de l'exploitation des cibles nouvellement acquises

Géographie du chiffre d'affaires		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Europe	%	62,3	62,3		
Of Which Italy	%	6,70	6,70		
Of Which Germany	%	4,50	4,50		
Of Which France	%	39,1	39,1		
Americas	%	19,1	19,1		
Of Which United States	%	15,3	15,3		
Asia	%	18,7	18,7		
Of Which China	%	7,00	7,00		
Other	%	0,00	0,00		

ROCE		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Rendement des capitaux investis	%	15,9	9,22	10,9	12,1
CFROI/C	%	17,6	7,14	9,79	10,7
<b>Survaleur</b>					
Survaleur	M€	191	197	204	211
Dépréciation cumulée des survaleurs	M€	16,0	16,0	17,0	18,0
<b>Immobilisations incorporelles</b>					
Immobilisations incorporelles	M€	38,0	38,0	38,0	38,0
Dépréciation cumulée des immo. incorporelles	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Couvertures à LT</b>					
Couvertures à LT	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>R&amp;D mmobilisée</b>					
R&D mmobilisée	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Droits d'utilisation / Valeur actuelle des engagements de leasing</b>					
Droits d'utilisation / Valeur actuelle des engagements de leasing	M€	38,1	38,9	39,6	39,6
<b>Autres actifs immobilisés</b>					
Autres actifs immobilisés	M€	83,1	90,1	97,1	104
Amortissements cumulés	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>BFR</b>					
BFR	M€	-17,6	-10,5	-9,88	-6,19
<b>Autres actifs</b>					
Autres actifs	M€	7,00	7,00	7,00	8,00
<b>Pertes/(gains) actuariels non reconnus</b>					
Pertes/(gains) actuariels non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Capitaux employés après amortissement (Capitaux investis)</b>	<b>M€</b>	<b>339</b>	<b>361</b>	<b>376</b>	<b>394</b>
Capitaux employés avant amortissement	M€	355	377	393	412

Capitaux employés par division		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Protective Films	M€				
Fashion Technologies (ex Interlining)	M€				
Museum Solutions (ex Technical Substrates)	M€				
Luxury Materials (ex Wool)	M€				
Healthcare Solutions	M€				
Other	M€	339	361	376	394
<b>Total capital employed</b>	<b>M€</b>	<b>339</b>	<b>361</b>	<b>376</b>	<b>394</b>

## Pension Risks

### Synthèse des risques liés aux engagements de retraites

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
<b>Ratio des engagements retraite</b>	%	<b>8,56</b>	<b>7,21</b>	<b>6,48</b>	<b>5,77</b>
Fonds propres part groupe	M€	237	234	266	306
<b>Valeur actualisée des engagements</b>	<b>M€</b>	<b>22,2</b>	<b>18,2</b>	<b>18,4</b>	<b>18,7</b>
<i>dont engagements financés</i>	<i>M€</i>	<i>4,20</i>	<i>3,90</i>	<i>3,72</i>	<i>3,55</i>
<i>dont engagements non financés</i>	<i>M€</i>	<i>17,6</i>	<i>13,9</i>	<i>14,3</i>	<i>14,8</i>
<i>dont autres engagements (santé)</i>	<i>M€</i>	<i>0,40</i>	<i>0,41</i>	<i>0,42</i>	<i>0,42</i>
Ecarts actuariels non comptabilisés au bilan	M€	0,00	0,00	0,00	0,00

<i>Taux d'actualisation Groupe</i>	%	2,34	2,34	2,34	2,34
Taux d'actualisation normalisé recalculé	%		2,00		
<i>Taux de croissance futur des salaires Groupe</i>	%	2,00	2,00	2,00	2,00
Taux de croissance normalisé des salaires recalculé	%		2,00		
<i>Taux de rentabilité attendu des actifs Groupe</i>	%	3,50	3,50	3,50	3,50
Taux de rentabilité attendu des actifs recalculé	%		2,82		
<b>Financées: impact du changement des hypothèses actuarielles</b>	<b>M€</b>		<b>1,30</b>		
<b>Non financées: impact du changement des hypothèses actuarielles</b>	<b>M€</b>		<b>1,15</b>		

### Répartition géo. des engagements de retraites

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Exposition US	%	33,0	33,0	33,0	33,0
Exposition GB	%				
Exposition Euro	%	67,0	67,0	67,0	67,0
Exposition Pays Nordiques	%				
Exposition Suisse	%				
Autre exposition	%				
Total	%	100	100	100	100

### Impacts sur le bilan

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Couverture des obligations financées (déficit)	M€	-4,20	-5,57	-5,31	-5,08
Couverture des obligations non financées (déficit)	M€	-16,5	-18,3	-18,9	-19,5
Total comptabilisé	M€	-20,7	-23,8	-24,2	-24,6
<b>Pertes/(gains) actuariels non reconnus</b>	<b>M€</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Provisions (au bilan) sur obligations financées	M€	4,20	3,90	3,72	3,55
Provisions (au bilan) sur obligations non financées	M€	17,6	13,9	14,3	14,8
Autres provisions de retraite (santé)	M€	0,40	0,41	0,42	0,42
<b>Total des provisions de retraite comptabilisées au bilan</b>	<b>M€</b>	<b>22,2</b>	<b>18,2</b>	<b>18,4</b>	<b>18,7</b>

### Impacts sur le compte de résultat

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
Charges relatives aux engagements financés	M€	-0,20	0,03	-0,03	-0,04
Charges relatives aux engagements non financés	M€	-0,90	-1,08	-1,11	-1,13
<b>Total des charges relatives aux engagements</b>	<b>M€</b>	<b>-1,10</b>	<b>-1,05</b>	<b>-1,14</b>	<b>-1,16</b>
<i>dont celles incluses dans les frais généraux</i>	<i>M€</i>	<i>-0,80</i>	<i>-0,86</i>	<i>-0,86</i>	<i>-0,86</i>
<i>dont celles incluses dans les frais financiers</i>	<i>M€</i>	<i>-0,30</i>	<i>-0,20</i>	<i>-0,28</i>	<i>-0,31</i>



**Engagements financés**

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
<b>Engagements de retraite début de période</b>	<b>M€</b>	<b>18,4</b>	<b>18,6</b>	<b>18,4</b>	<b>16,9</b>
Coût des services rendus	M€	0,10	0,11	0,11	0,11
Coût des intérêts	M€	0,70	0,37	0,37	0,34
Contributions des employés	M€				
Impact du changement des hypothèses actuarielles	M€	1,40	1,30	0,00	0,00
<i>dont impact du changement du taux d'actualisation</i>	<i>M€</i>		1,30		
<i>dont impact du changement du taux de croissance des salaires</i>	<i>M€</i>		0,00		
<b>Changements du périmètre de consolidation</b>	<b>M€</b>				
Effets de change	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Prestation versées aux bénéficiaires	M€	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00
Autres	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Engagements de retraite fin de période</b>	<b>M€</b>	<b>18,6</b>	<b>18,4</b>	<b>16,9</b>	<b>15,3</b>

**Valeur des actifs de fi. des engagements de retraites**

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
<b>Actifs début de période</b>	<b>M€</b>	<b>13,8</b>	<b>14,4</b>	<b>12,8</b>	<b>11,5</b>
Produits attendus sur les actifs des régimes de retraite	M€	0,60	0,50	0,45	0,40
Gains / (pertes) actuariels	M€	1,70	-0,10	-0,09	-0,08
Cotisations du Groupe	M€	0,30	0,00	0,37	0,35
Contributions des employés	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Changements du périmètre de consolidation	M€				
Effets de change	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Prestation versées aux bénéficiaires	M€	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00
Autres	M€				
<b>Actifs fin de période</b>	<b>M€</b>	<b>14,4</b>	<b>12,8</b>	<b>11,5</b>	<b>10,2</b>
Taux de rentabilité attendu des actifs (réalisé et estimé)	M€	2,30	0,41	0,36	0,33

**Valeur actuelle des engagements de retraites non financés**

		12/20A	12/21E	12/22E	12/23E
<b>Engagements de retraite début de période</b>	<b>M€</b>	<b>15,1</b>	<b>16,5</b>	<b>18,3</b>	<b>18,9</b>
Coût des services rendus	M€	0,70	0,75	0,75	0,75
Coût des intérêts	M€	0,20	0,33	0,36	0,38
Contributions des employés	M€				
Impact du changement des hypothèses actuarielles	M€	1,00	1,15	0,00	0,00
<i>dont impact du changement du taux d'actualisation</i>	<i>M€</i>		1,15		
<i>dont impact du changement du taux de croissance des salaires</i>	<i>M€</i>		0,00		
Changements du périmètre de consolidation	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Effets de change	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
Prestation versées aux bénéficiaires	M€	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Autres	M€	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Engagements de retraite fin de période</b>	<b>M€</b>	<b>16,5</b>	<b>18,3</b>	<b>18,9</b>	<b>19,5</b>

## Opinion fondamentale

S'il est implicite que les recommandations formulées par AlphaValue sont de bonne foi, elles ne devraient jamais constituer l'unique fondement d'une décision d'investissement.

Les recommandations sont construites dans une approche de "père de famille".

Les valorisations sont calculées du point de vue d'un **actionnaire minoritaire**, à moyen terme (6 mois).

Les outils de valorisation sont présentés de façon **transparente**, toutes les valeurs sous-jacentes sont accessibles, et **cohérente**, la méthodologie est la même quelque soit le titre, en tenant compte cependant des différences de nature entre valeurs financières et non financières. Une action avec un objectif de cours en-dessous de son cours actuel ne sera jamais associée à un Accumuler ou un Achat.

Les recommandations se basent sur des objectifs de cours sans prendre en compte le rendement du dividende. Les seuils pour les quatre niveaux de recommandations peuvent changer de temps à autres selon les conditions de marché. Les seuils sont définis comme indiqué ci-dessous, SI L'ON SUPPOSE que les taux longs sans risque demeurent entre 2 et 5%.

Recommandation	Volatilité Faible 10 < VIX index < 30	Volatilité Normale 15 < VIX index < 35	Volatilité Elevée 35 < VIX index
Achat ●	Plus de 15 % de potentiel	Plus de 20 % de potentiel	Plus de 30 % de potentiel
Accumuler ●	De 5 % à 15 %	De 5 % à 20 %	De 10 % à 30 %
Alléger ●	De -10 % à 5 %	De -10 % à 5 %	De -10 % à 10 %
Vente ●	Moins de -10 %	Moins de -10 %	Moins de -10 %

L'absence de recommandation « neutre » est délibérée. Investir dans les actions est sans intérêt si le retour attendu n'est pas au moins au niveau des taux sans risque (avant prise en compte du dividende).

Bien que les recommandations soient déterminées par les objectifs de cours, la direction d'AlphaValue entend maintenir une cohérence globale sur son univers de couverture et est susceptible, de temps à autre, de changer certains paramètres globaux, ce qui pourrait affecter le niveau de définitions des recommandations et/ou la distribution des recommandations dans les quatre champs ci-dessus. Par exemple, baisser la prime de risque dans un contexte de prudence excessive pourrait augmenter la proportion de recommandations positives.

## Valorisation

Les méthodes de valorisation ont été élaborées dans un souci de cohérence et de transparence.

Les sociétés sont réparties en 3 catégories selon leur activité principale: Banques, Assurances et Non Financières.

L'appartenance à une de ces 3 catégories détermine la méthode de construction du cours objectif.

Le cours objectif résulte d'une pondération de plusieurs critères de valorisation, qui peuvent être changés en cas de besoin. Toutes les sociétés d'une même catégorie sont valorisées de la même manière et donc de façon cohérente entre elles.

Au sein de l'univers des sociétés Non Financières, 4 sous-catégories permettent de prendre en compte les spécificités inhérentes au secteur d'activité: 1) "Industrielles standard"; 2) "Holdings" pour lesquelles la mesure de l'actif net réévalué est prépondérant; 3) "Valeurs de croissance" pour lesquelles l'accent est mis sur la valorisation par analogies avec des valeurs comparables; 4) "Sociétés en perte" pour lesquelles justement la valorisation par les comparables ne fonctionne pas. La valorisation est alors assise principalement sur la méthode du DCF (Discounted Cash Flow ou actualisation des flux de trésorerie futurs) et la mesure de l'Actif net réévalué. Ces deux dernières méthodes reviennent à « redonner du long terme » à la société sous revue.

Méthode de valorisation	Industrielles standard	Valeurs de croissance	Holding company	Sociétés en pertes	Banques	Assurances
DCF	35%	35%	10%	40%	0%	0%
Actif net réévalué	20%	20%	55%	40%	25%	15%
PER	10%	10%	10%	5%	10%	20%
VE/EBITDA	20%	20%	0%	5%	0%	0%
Rendement	10%	10%	20%	5%	15%	15%
Actif net comptable	5%	5%	5%	5%	15%	10%
Valeur intrinsèque (banques)	0%	0%	0%	0%	25%	0%
Embedded Value	0%	0%	0%	0%	0%	40%
Capi./Résultat d'exploitation brut	0%	0%	0%	0%	10%	0%