



# Chargeurs

Service aux entreprises / France

## Ajustements de nos estimations pour les exercices 23 et 24

Bientôt davantage un acteur du luxe qu'un industriel ? - 26/05/2023

### ■ Changement d'EPS

2023 : € 0,80 vs 1,24	-35,2 %
2024 : € 1,20 vs 1,66	-27,8 %

Nous avons révisé nos hypothèses pour les exercices 23-24 suite à la publication du T1-23. Nous estimons désormais le chiffre d'affaires pour 2023 à 788 M€ contre 831 M€ précédemment, et le résultat opérationnel sous-jacent à 6,1% contre 7,2%. Cette régression est due à une révision à la baisse des ventes et des marges de Chargeurs Advanced Materials, sur lesquelles nous avons été trop optimistes après un niveau exceptionnellement élevé au T1-22 dû à un effet de rattrapage post-Covid. Nous avons également été trop optimistes sur Chargeurs Luxury Materials, avec une prévision de croissance des ventes de 7%, malgré un niveau d'activité particulièrement élevé en 2022. Nous avons également réduit nos estimations pour la division HealthCare Solution (avec une croissance des ventes de 0% contre 30% précédemment), car nous n'avons désormais plus de visibilité sur les revenus et les marges de la division dans le contexte de l'amélioration de la situation sanitaire. Pour 2025, nous sommes cependant plus optimistes, estimant une forte croissance des ventes pour Chargeurs Museum Studio (+25%) à plus de 200 M€ avec une marge de 12%, 10% pour Chargeurs Luxury Materials à 110 M€ avec une marge de c.4% et 50% pour Chargeurs Personal Goods à c.24 M€ avec une marge de 10%.

### ■ Changement de NAV

€ 41,1 vs 38,0	+7,98 %
----------------	---------

Notre NAV a augmenté suite à la mise à jour des multiples EV/EBITDA et des groupes de référence. Nous utilisons désormais l'EBITDA moyen estimé pour 23/24 et 25. En conséquence, Chargeurs Advanced Materials a vu sa valeur baisser significativement, avec un multiple de 11,5x contre 14,5x précédemment, tandis que la valeur de Chargeurs Fashion Technologies a fortement augmenté en raison d'un changement de méthodologie, passant d'un EV/EBITDA de 9x à un EV/EBITDA de 11,6x. Enfin, nous avons retenu un EV/EBITDA de 11,4x pour Chargeurs Museum Studio, contre 10,5x précédemment.

### ■ Changement de DCF

€ 26,2 vs 28,7	-8,57 %
----------------	---------

Notre valorisation par le DCF est marginalement revue en baisse de 28,76 € à 26,20 € après avoir intégré notre ajustement des prévisions de BPA pour l'exercice 23-24 (voir le commentaire sur le BPA). Nous prévoyons des revenus d'environ 788 M€ (vs. 831 M€) pour l'exercice 2023 avec un bénéfice sous-jacent d'environ 34 M€ (vs. 51 M€) et 872 M€ (vs. 892 M€) pour l'exercice 2024 avec un bénéfice sous-jacent de 53 M€ (vs. 67 M€). Nous sommes également moins optimistes sur le BFR, que nous avons sous-estimé en raison du niveau extrêmement bas en 2021 (3,8% des ventes).



Saïma HUSSAIN

supportservices@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

corporate.alphavalue.com

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

### Achat

Potentiel : 102 %

Cours objectif à 6 mois	25,1 €
Cours	12,4 €
Cap. boursière M€	311
Momentum du cours	<b>DÉFAVORABLE</b>
Extrême 12 mois	11,0 ▶ 17,9
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA

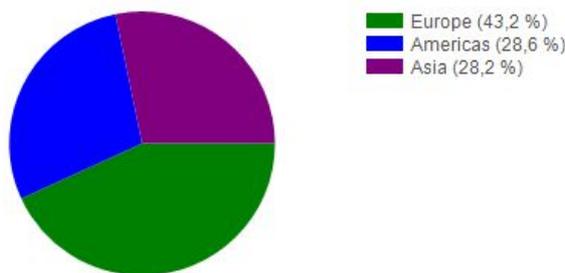
[Téléchargez l'analyste complète Page valeur](#)

Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-14,1 %	-12,2 %	-8,03 %	-25,7 %
Services aux entreprises	-0,40 %	-1,47 %	-2,73 %	-1,47 %
SXXR Index	-1,96 %	-1,60 %	1,19 %	7,81 %

Dernière maj : 26/05/2023	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté (x)	18,3	15,5	10,3	6,78
Rendement net (%)	4,51	5,48	8,23	12,9
VE/EBITDA(R) (x)	8,72	7,28	5,87	4,36
BPA ajusté (€)	0,92	0,80	1,20	1,83
Croissance des BPA (%)	-29,2	-13,1	50,1	52,2
Dividende net (€)	0,76	0,68	1,02	1,60
Chiffre d'affaires (M€)	746	789	872	960
Marge opérationnelle coura...	6,08	6,08	7,55	9,45
Résultat net pdg (M€)	22,1	19,2	29,0	43,3
ROE (après impôts) (%)	8,08	6,88	9,90	13,2
Taux d'endettement (%)	53,5	67,5	64,3	54,9

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

## Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé		12/22A	12/23E	12/24E
Chiffre d'affaires	M€	746	789	872
Croissance du CA	%	1,33	5,66	10,6
Variation des coûts de personnel	%	6,99	5,45	5,40
EBITDA	M€	67,9	70,4	88,3
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>%</b>	<b>9,10</b>	<b>8,93</b>	<b>10,1</b>
Dotations aux amortissements	M€	-22,5	-24,7	-27,4
Résultat opérationnel courant	M€	38,9	38,8	53,4
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€</b>	<b>38,5</b>	<b>33,8</b>	<b>48,4</b>
Résultat financier net	M€	-19,1	-13,7	-14,7
dt serv. des engagts de retraites	M€		-0,23	-0,96
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€			
Impôts sur les sociétés	M€	2,50	-1,65	-5,43
Mises en équivalence	M€	0,00	0,70	0,70
Intérêts minoritaires	M€	0,20	0,00	0,00
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€</b>	<b>22,1</b>	<b>19,2</b>	<b>29,0</b>
NOPAT	M€	29,2	30,0	41,4

## Tableau de financement

EBITDA	M€	67,9	70,4	88,3
Variation du BFR	M€	-40,5	-13,9	-15,7
Dividendes reçus des SME	M€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	-4,00	-1,65	-5,43
Eléments exceptionnels	M€			
Autres cash flow d'exploitation	M€	-15,9	-8,00	-8,00
Cash flow d'exploitation total	M€	7,50	46,9	59,2
Investissements matériels	M€	-10,8	-21,0	-23,2
Flux d'investissement net	M€	-23,1	-31,0	-33,2
Charges financières nettes	M€	-19,1	-13,7	-14,7
Dividendes (maison mère)	M€	-17,9	-13,2	-11,3
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	-3,90	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	-81,7	-28,7	-28,0
Variation de la trésorerie	M€	-97,3	-12,8	-2,06
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€</b>	<b>-22,4</b>	<b>12,2</b>	<b>21,3</b>

## Données par action

Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	24,0	24,0	24,2
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	24,0	24,0	24,1
<b>BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)</b>	<b>€</b>	<b>0,92</b>	<b>0,80</b>	<b>1,20</b>
Actif net réévalué par action	€			
<b>Dividende net par action</b>	<b>€</b>	<b>0,76</b>	<b>0,68</b>	<b>1,02</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	26,2 €	35 %	● AkzoNobel
Somme des parties	41,1 €	20 %	● Rentokil Initial
VE/Ebitda	14,1 €	20 %	● Quadient
P/E	12,5 €	10 %	● Teleperformance
Rendement	24,8 €	10 %	● Bureau Veritas
Cours/Actif net comptable	23,3 €	5 %	
Objectif de cours	25,1 €	100 %	

### Calcul NAV/SOTP

Bilan	12/22A	12/23E	12/24E	
Survaleurs	M€	217	224	230
Total actif incorporel	M€	276	283	289
Immobilisations corporelles	M€	84,4	91,4	98,4
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	8,10	8,10	8,10
BFR	M€	15,4	29,3	45,0
Autres actifs courants	M€	49,0	49,0	49,0
Actif total (net des engagements CT)	M€	475	503	533
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€</b>	<b>280</b>	<b>279</b>	<b>306</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	0,20	0,20	0,20
Provisions pour retraite	M€	12,6	27,3	28,7
Autres prov. pour risques et charges	M€	13,1	13,1	13,1
Total des prov. pr risques et charges	M€	25,7	40,4	41,8
Charges d'IS	M€	-42,8	-42,8	-42,8
Autres charges	M€	30,4	30,4	30,4
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€</b>	<b>182</b>	<b>196</b>	<b>198</b>
Passifs totaux	M€	475	503	533

## Capitaux employés

Capitaux investis	M€	413	441	471
-------------------	----	-----	-----	-----

## Ratios de profits & risques

<b>ROE (après impôts)</b>	<b>%</b>	<b>8,08</b>	<b>6,88</b>	<b>9,90</b>
Rendement des capitaux investis	%	7,06	6,80	8,80
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>%</b>	<b>53,5</b>	<b>67,5</b>	<b>64,3</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	3,11	3,20	2,58
Couverture des frais financiers	x	2,04	2,89	3,89

## Ratios de valorisation

<b>PER ajusté</b>	<b>x</b>	<b>18,3</b>	<b>15,5</b>	<b>10,3</b>
Rendement du cash flow disponible	%	-5,53	4,11	7,11
P/ANC	x	1,45	1,07	0,98
<b>Rendement du dividende</b>	<b>%</b>	<b>4,51</b>	<b>5,48</b>	<b>8,23</b>

## Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	M€	405	298	300
+ Provisions	M€	25,7	40,4	41,8
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	152	165	167
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	29,5	29,5	30,1
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€	20,7	20,7	20,7
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	0,00	0,00	0,00
= Valeur d'entreprise	M€	592	513	518
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>8,72</b>	<b>7,28</b>	<b>5,87</b>
VE/CA	x	0,79	0,65	0,59

Analyste : Saïma Hussain, Changements de prévisions : 26/05/2023.