



# Chargeurs

Service aux entreprises / France

## La solidité des résultats 2022 est de bon augure pour 2023

Publication Res./CA - 13/03/2023

Après une année 2021 record et malgré une conjoncture difficile, Chargeurs a terminé 2022 sur une note positive. La résistance des résultats du groupe découle des performances impressionnantes de la division PCC Fashion Technologies et de la forte croissance du pôle Luxe. Si un ralentissement de l'activité de Chargeurs Advanced Materials a été observé, il doit être relativisé, un certain nombre de signes de rebond étant depuis apparus. Dans un contexte de normalisation attendue, ces bons résultats ont incité Chargeurs à confirmer ses objectifs à l'horizon 2025.

### ■ Actualité

Chargeurs a réalisé un chiffre d'affaires de 746,4m€ en 2022, en légère progression (+1,3%) en glissement annuel, mais en hausse plus marquée (+15,3%) sur sa partie ne comprenant pas les activités de santé (CHS), grâce aux fortes croissances affichées par Fashion Technologies (CFT) et de Museum Studio (CMS).

- En 2022, CFT a généré un chiffre d'affaires de 220m€, en hausse de 32,4% lfl, et un EBITDA en augmentation de 98,4%, à 24,2m€, portant la marge à 11% grâce aux effets favorables des prix et des volumes ainsi qu'au rebond observé dans le secteur de la mode.
- Le chiffre d'affaires de Chargeurs Museum Studio (CMS) a bondi de 75,1% à 87,2m€, porté par une croissance organique de 34,5% et à un effet de consolidation de 32,3%. L'EBITDA et le ROPA ont quant à eux progressé de respectivement 15,3% et 10,6%.
- En revanche, Chargeurs Advanced Materials (CAM) a généré un chiffre d'affaires en repli de 6,3% lfl, avec un EBITDA en baisse de 13%, dans un contexte de normalisation des stocks de ses clients.



Saïma HUSSAIN

supportservices@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

corporate.alphavalue.com

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

Achat	Potentiel: 76,9 %
Cours objectif à 6 mois	27,6 €
Cours	15,6 €
Cap. boursière M€	388
Momentum du cours	<b>BON</b>
Extrême 12 mois	11,4 ▶ 20,0
Sustainability score	3,4 /10
Credit Risk	BBB →
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA


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


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	8,19 %	3,25 %	20,8 %	-15,0 %
Services aux entreprises	-2,00 %	-4,38 %	-0,63 %	-2,70 %
STOXX 600	-2,26 %	-1,24 %	3,33 %	6,24 %

- Malgré un repli de 8% en glissement annuel à 67,9€, l'EBITDA de chargeurs demeure supérieur de 5,9% à nos attentes et en hausse de 22,5% hors CHS.
- Chargeurs a publié un ROPA nettement supérieur à nos attentes (de 11,3%), à 45,4m€.
- Malgré les bons résultats opérationnels, l'évolution défavorable du fonds de roulement par rapport à 2021 (particulièrement bonne) a entraîné une contraction du CFO, et donc une augmentation de la dette nette à 174,7m€ (contre 109,3m€ en 2021).

€m	2022	2021	Change	Change excl. CHS
<b>Revenue</b>	<b>746.4</b>	736.6	+1.3%	+15.3%
Gross profit	195.0	186.3	+4.7%	+21.2%
As a % of revenue	26.1%	25.3%		
<b>EBITDA</b>	<b>67.9</b>	73.8	-8.0%	+22.5%
As a % of revenue	9.1%	10.0%		
<b>Recurring operating profit</b>	<b>45.4</b>	50.7	-10.5%	+41.7%
As a % of revenue	6.1%	6.9%		
<b>Operating profit</b>	<b>38.5</b>	41.2	-6.6%	+62.6%
Net financial expense	-19.1	-10.6		
Tax	2.5	-0.5		
<b>Net profit</b>	<b>21.9</b>	30.8		
<b>Attributable net profit</b>	<b>22.1</b>	30.6	-27.8%	+16.1%
Earnings per share (euros per share)	0.92	1.30	-29.4%	

Dernière maj : 03/01/2023	12/21A	12/22E	12/23E	12/24E
PER ajusté (x)	17,7	19,5	12,6	9,37
Rendement net (%)	5,37	4,98	6,93	9,37
VE/EBITDA(R) (x)	9,03	8,67	6,56	5,43
BPA ajusté (€)	1,30	0,86	1,24	1,66
Croissance des BPA (%)	-14,9	-33,7	43,1	34,6
Dividende net (€)	1,24	0,84	1,08	1,46
Chiffre d'affaires (M€)	737	752	827	892
Marge opérationnelle coura...	6,88	5,28	6,45	7,64
Résultat net pdg (M€)	30,6	20,6	29,4	39,8
ROE (après impôts) (%)	12,1	7,57	10,1	12,4
Taux d'endettement (%)	45,6	45,6	43,9	38,7

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

## ■ Analyse

En 2022, Chargeurs a apporté la preuve de la solidité de son business model à contre-courant avec un chiffre d'affaires en légère hausse (1,3% lfl), à 746,4m€, en progression plus marquée (8,7% lfl) hors activités de santé. Le contexte inflationniste n'a pas empêché le groupe d'afficher de bonnes performances, la marge brute progressant de 4,7%, à 195m€, avec un ROPA supérieur de 11,3% à nos attentes, à 45,4m€. Chargeurs a pour cela été aidé par son pricing power, par la diversité de ses activités tant sur le plan sectoriel que géographique, ainsi que par sa situation de leader sur un certain nombre de marchés de niche.

### Solidité des résultats, renforcée par CFT PCC

En 2022, la division Advanced Materials a publié un chiffre d'affaires en contraction de 6,3% en données organiques, à 332,6m€. Toutefois, cette baisse doit être relativisée, 2021 ayant été une année exceptionnelle portée par le niveau élevé des stocks des clients cherchant à limiter les retombées d'éventuelles perturbations de la chaîne d'approvisionnement. Le repli des volumes observé au S2 2022 s'explique donc par une normalisation des stocks et la poursuite du déstockage par les clients dans un contexte de montée des incertitudes sur l'état de la conjoncture mondiale. En 2022, CAM a généré un EBITDA en diminution de 12,8%, à 32m€, correspondant à une dégradation de 120pb de la marge. Chargeurs se montre néanmoins toujours confiant concernant les perspectives dans le secteur des solutions de surface, qui commence à tirer profit de la reprise mondiale. Le groupe table sur un rebond porté par les programmes d'investissements publics, l'amélioration de la situation sur le front sanitaire en Chine et l'atténuation des tensions sur les prix de l'énergie. De fait, les premiers signes d'un rebond de l'activité sont apparus, avec notamment une augmentation des prises de commandes observée en janvier et en février, notamment en Europe. Si cette tendance devait se confirmer ces prochains mois, elle devrait entraîner une amélioration du chiffre d'affaires au S2.

En 2022, les résultats de Chargeurs ont principalement été tirés par CFT, ce dernier affichant un chiffre d'affaires en hausse de 32,4% en organique, une marge d'EBITDA en amélioration de 360pb à 11% et un ROPA en progression de 254,2% à 17m€. La très bonne tenue de l'activité a résulté à la fois d'un impact

favorable des volumes lié dans un contexte de rebond du marché de la mode, de gains nets de parts de marché et d'un effet-prix favorable. Alors que les livraisons de CFT ont atteint un nouveau palier en 2022, Chargeurs reste confiant dans ses capacités à encore faire croître la production de la division, aidé par un carnet de commandes bien garni.

Comme prévu, en raison de la normalisation de la situation sur le front sanitaire, les résultats du pôle Santé se sont fortement dégradés par rapport à ceux de 2021, avec en 2022, un chiffre d'affaires en repli de 93,2% à 6,4m€, un EBITDA en baisse de 77% à 5,2m€ et un ROPA en contraction de 80,2% à 4,3m€. L'activité sera désormais consolidée au sein de CFT PCC.

### **Un pôle Luxe dynamique et en pleine expansion**

2022 aura été une année charnière pour Chargeurs Museum Studio, ce dernier affichant un bond de 75,1% de son chiffre d'affaires à 87,2m€, porté par un effet périmètre de 32,3% découlant des acquisitions d'Event Communications et de Skira Editore, et d'une croissance de 34,5% en organique. L'EBITDA et le ROPA de la division ont également été bien orientés, en hausse de respectivement 15,3% et 10,6%. Les perspectives à l'horizon des prochaines années sont particulièrement encourageantes, le niveau du carnet de commandes devant permettre à la ligne de métier de porter son chiffre d'affaires au-delà des 120m€ d'ici 2023. Désormais, les Etats-Unis devraient contribuer à hauteur de 50% à la croissance de la division.

Chargeurs Luxury Fibers (laine haut de gamme) a également connu une très bonne année, son chiffre d'affaires progressant de 7,9% en organique, à 94,7m€. Bien que n'ayant pas vocation à générer de fortes marges, la subdivision est parvenue à doubler son résultat net à 2m€. Un effet mix-prix favorable et le développement de la marque NATIVA, comme en témoigne la signature d'un contrat mondial avec Gucci, expliquent la qualité de ces résultats.

Enfin, The Cambridge Satchel Company, acquise en août 2022 et Fournival Altesse, acquise en 2021, sont désormais toutes deux consolidées au sein de la division nouvellement créée Personal Goods.

### **L'augmentation de la dette nette est la seule ombre au tableau**

En matière de flux de trésorerie, malgré la bonne tenue de l'activité se traduisant par une hausse de l'EBITDA à 67,9m€, le cash-flow de Chargeurs s'est replié, à 32,9m€. Combinée à une augmentation du BFR de 40,5m€ principalement liée à une évolution atypique de l'activité CAM, et en raison d'un niveau exceptionnellement faible en 2021 à 3,8% du chiffre d'affaires, cette baisse a été à l'origine d'une dégradation du CFO à 7,4m€ (contre 64,9m€ en 2021). Chargeurs table sur une normalisation sur ce front sous l'effet des plans d'optimisation logistiques mondiaux et d'un rebond de l'activité.

Par conséquent, la dette nette a augmenté à 174,7m€, contre 109,3m€ en 2021, portant le ratio dette nette /EBITDA à 2,6x (contre 1,5x en 2021). Si elle paraît maîtrisée à un tel niveau, une acquisition attendue dans le secteur du luxe pourrait entraîner une nouvelle dégradation du ratio d'endettement. Notons toutefois qu'à 0,6x en 2022, le niveau actuel de ce dernier laisse une marge importante par rapport au covenant bancaire (1,2x).

### **Perspectives solides pour 2023**

Compte tenu de la solidité de ses résultats malgré une conjoncture difficile, Chargeurs est confiant concernant les prochaines années. En 2023, le groupe prévoit de réaliser une acquisition majeure afin de rééquilibrer son chiffre d'affaires en termes de contributions de ses pôles Luxe et Technologies, l'objectif

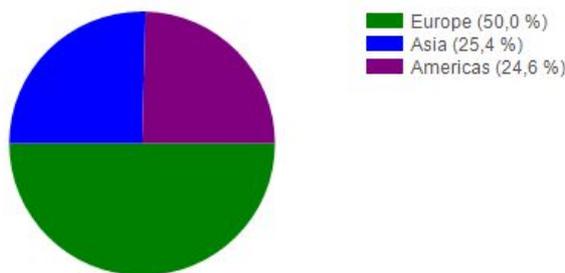
étant de privilégier le développement du premier. Le groupe confirme son objectif de porter son chiffre d'affaires à 1Md€ et son EBITDA à 100m€ (hors acquisitions) d'ici 2025. Chargeurs table sur un environnement plus porteur en 2023, sur fond d'atténuation de la crise énergétique et d'amélioration de la situation sur le front sanitaire en Asie.

Globalement, 2022 aura confirmé la solidité du business model de Chargeurs en dépit d'une conjoncture difficile.

### ■ Impact

Compte tenu de la qualité des résultats publiés, nous allons réviser à la hausse nos prévisions pour 2023, en particulier pour CFT et CMS, ajuster notre ANR et extrapoler nos anticipations à 2025. Nous maintenons notre recommandation positive sur le titre.

## Géographie du chiffre d'affaires



## Compte d'exploitation consolidé

		12/21A	12/22E	12/23E
Chiffre d'affaires	M€	737	752	827
Croissance du CA	%	-10,4	2,08	10,0
Variation des coûts de personnel	%	8,75	11,6	3,12
EBITDA	M€	73,8	64,1	80,1
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	<b>%</b>	<b>10,0</b>	<b>8,53</b>	<b>9,68</b>
Dotations aux amortissements	M€	-23,1	-23,3	-23,8
Résultat opérationnel courant	M€	45,2	35,3	50,8
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€</b>	<b>41,2</b>	<b>31,3</b>	<b>44,8</b>
Résultat financier net	M€	-10,6	-11,6	-10,5
dt serv. des engagts de retraites	M€		-0,36	-0,77
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€			
Impôts sur les sociétés	M€	-0,50	0,16	-5,59
Mises en équivalence	M€	0,70	0,70	0,70
Intérêts minoritaires	M€	-0,20	0,00	0,00
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€</b>	<b>30,6</b>	<b>20,6</b>	<b>29,4</b>
NOPAT	M€	34,6	27,5	39,4

## Tableau de financement

		12/21A	12/22E	12/23E
EBITDA	M€	73,8	64,1	80,1
Variation du BFR	M€	21,9	-17,5	-12,4
Dividendes reçus des SME	M€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	-6,10	0,16	-5,59
Eléments exceptionnels	M€			
Autres cash flow d'exploitation	M€	-11,7	-8,00	-8,00
Cash flow d'exploitation total	M€	77,9	38,8	54,1
Investissements matériels	M€	-13,0	-8,20	-14,0
Flux d'investissement net	M€	-16,9	-18,2	-24,0
Charges financières nettes	M€	-10,6	-11,6	-10,5
Dividendes (maison mère)	M€	-17,7	-24,1	-15,0
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	0,00	0,00	0,00
Flux financiers totaux	M€	-54,0	-39,1	-75,4
Variation de la trésorerie	M€	10,2	-18,5	-45,3
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€</b>	<b>54,3</b>	<b>19,0</b>	<b>29,6</b>

## Données par action

		12/21A	12/22E	12/23E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	24,0	23,7	23,8
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	23,5	23,8	23,8
<b>BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)</b>	<b>€</b>	<b>1,30</b>	<b>0,86</b>	<b>1,24</b>
Actif net réévalué par action	€			
<b>Dividende net par action</b>	<b>€</b>	<b>1,24</b>	<b>0,84</b>	<b>1,08</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
DCF	28,5 €	35 %	● AkzoNobel
Somme des parties	38,0 €	20 %	● Rentokil Initial
VE/Ebitda	19,1 €	20 %	● Quadient
P/E	18,2 €	10 %	● Teleperformance
Rendement	31,2 €	10 %	● Bureau Veritas
Cours/Actif net comptable	24,3 €	5 %	
Objectif de cours	27,6 €	100 %	

### Calcul NAV/SOTP

## Bilan

		12/21A	12/22E	12/23E
Survaleurs	M€	189	195	202
Total actif incorporel	M€	238	245	251
Immobilisations corporelles	M€	85,3	92,3	99,3
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	7,90	7,90	7,90
BFR	M€	-18,0	-0,50	11,9
Autres actifs courants	M€	42,4	45,5	45,5
Actif total (net des engagements CT)	M€	418	453	479
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€</b>	<b>267</b>	<b>276</b>	<b>305</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	-0,60	-0,60	-0,60
Provisions pour retraite	M€	14,6	22,6	22,8
Autres prov. pour risques et charges	M€	13,8	13,8	13,8
Total des prov. pr risques et charges	M€	28,4	36,4	36,6
Charges d'IS	M€	-36,9	-36,9	-36,9
Autres charges	M€	42,4	42,4	42,4
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€</b>	<b>117</b>	<b>135</b>	<b>133</b>
Passifs totaux	M€	418	453	479

## Capitaux employés

		12/21A	12/22E	12/23E
Capitaux investis	M€	345	376	402

## Ratios de profits & risques

		12/21A	12/22E	12/23E
<b>ROE (après impôts)</b>	<b>%</b>	<b>12,1</b>	<b>7,57</b>	<b>10,1</b>
Rendement des capitaux investis	%	10,0	7,29	9,78
<b>Ratio d'endettement</b>	<b>%</b>	<b>45,6</b>	<b>45,6</b>	<b>43,9</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	2,01	2,60	2,06
Couverture des frais financiers	x	4,26	3,14	5,22

## Ratios de valorisation

		12/21A	12/22E	12/23E
<b>PER ajusté</b>	<b>x</b>	<b>17,7</b>	<b>19,5</b>	<b>12,6</b>
Rendement du cash flow disponible	%	9,82	4,76	7,97
P/ANC	x	2,07	1,45	1,22
<b>Rendement du dividende</b>	<b>%</b>	<b>5,37</b>	<b>4,98</b>	<b>6,93</b>

## Valeur d'entreprise

		12/21A	12/22E	12/23E
Capitalisation boursière	M€	553	400	372
+ Provisions	M€	28,4	36,4	36,6
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	85,9	103	100
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	31,4	32,0	32,0
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€	32,3	15,0	15,0
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	0,00	0,00	0,00
= Valeur d'entreprise	M€	666	556	525
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>9,03</b>	<b>8,67</b>	<b>6,56</b>
VE/CA	x	0,90	0,74	0,63

Analyste : Saïma Hussain, Changements de prévisions : 03/01/2023.