



# Chargeurs

Service aux entreprises / France

## Trouve une consolation dans les musées.

Publication Res./CA - 12/09/2023

Chargeurs a publié des résultats S1 2023 nettement inférieurs à nos attentes et conformes à celles du consensus tant en termes de chiffre d'affaires que de marges, la déception ne s'expliquant que par la faiblesse de la conjoncture dans le secteur des films de protection industriels. En revanche, au sein du pôle Luxe, la division Museum Studio comme être devenu le nouveau relais de croissance du groupe. Il convient également de noter les bonnes performances des nouveaux piliers sur lesquels repose la croissance du groupe qui représentent désormais pratiquement 60% du chiffre d'affaires. La dégradation des marges, conjuguée à un renchérissement marqué des frais financiers (la dette nette de 194,4m€ étant sécurisée par d'importantes lignes de crédit) a conduit à une forte contraction du résultat net du groupe à 3,3m€ (vs. 10,2m€).

### Actualité

- Chargeurs a publié un chiffre d'affaires consolidé de 352,8m€ pour le S1, en repli de 12% en organique par rapport à 2022 en raison d'une baisse de 23,1% à 146,7m€ des ventes d'Advanced Materials (nouvelle dénomination des films de protection industriels) et du recul de celles de Healthcare Solutions, désormais devenues marginales.
- A 61,2m€, le chiffre d'affaires de la division Chargeurs Museum Studio a fortement augmenté (+48,5% en organique par rapport à 2022).
- Au S1 2023, Chargeurs a publié un résultat opérationnel en repli de 44,5% à 14,1m€ (contre 15,8m€ attendus par le consensus).
- A 4m€ contre 0,3m€, le CF opérationnel a progressé grâce à un moindre besoin en fonds de roulement qu'au S1 2022.
- Compte tenu du niveau des investissements et des dividendes versés en 2022, le CF a baissé de 18m€, portant la dette nette à 194,4m€ en fin de période, ce qui correspond à un ratio d'endettement de 3,5x.
- Malgré ces résultats décevants, Chargeurs table prudemment sur un rebond progressif des ventes de sa division Advanced Materials, qui devrait porter le chiffre d'affaires consolidé à 800m€ en 2024 et la marge d'EBITDA dans une fourchette comprise entre 9% et 10%.

€m	H1 2023	H1 2022	Change
Revenue	352.8	398.7	-11.5%
Gross profit	88.9	105.3	-15.6%
as a % of revenue	25.2%	26.4%	-1.2 pt
EBITDA	24.9	37.0	-32.7%
As a % of revenue	7.1%	9.3%	-2.2 pts
Recurring operating profit	14.1	25.4	-44.5%
as a % of revenue	4.0%	6.4%	-2.4 pts
Amort. Intangible assets linked to acq.	-3.1	-3.2	
Non-recurring	-1.8	-0.9	
Operating profit	9.2	21.3	-56.8%
Net financial expense	-12.4	-8.8	
Tax	6.5	-2.6	
Net profit	3.1	10.0	-69.0%
Attributable net profit	3.3	10.2	-67.6%
Earnings per share	0.14	0.44	-68.2%



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: 160 %

Cours objectif à 6 mois	24,1 €
Cours	9,28 €
Cap. boursière M€	233
Momentum du cours	<b>NÉGATIF</b>
Extrême 12 mois	9,28 ▶ 15,2
Sustainability score	3,4 / 10
Credit Risk	BB →
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA


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


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	-18,2 %	-12,6 %	-23,9 %	-30,0 %
Services aux entreprises	-1,81 %	-3,39 %	-1,63 %	1,71 %
STOXX 600	-0,38 %	-0,64 %	-0,83 %	8,53 %

Dernière maj : 26/05/2023	12/22A	12/23E	12/24E	12/25E
PER ajusté (x)	18,3	11,6	7,72	5,07
Rendement net (%)	4,51	7,33	11,0	17,2
VE/EBITDA(R) (x)	8,72	6,21	5,01	3,72
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](#)

## ■ Analyse

Rappelons pour commencer que les performances de Chargeurs Advanced Materials (CAM) sont un bon indicateur de l'état de la conjoncture macroéconomique. En 2021, la division a connu une année exceptionnelle, ses clients constituant des stocks pour faire face aux perturbations de la chaîne d'approvisionnement au sein d'un environnement post-COVID. Depuis, CAM a été pénalisé par un déstockage massif. Si ce dernier semble terminé, les clients industriels restent prudents concernant les perspectives à court terme et se montrent particulièrement attentifs à deux points, à savoir la conjoncture dans l'ensemble du secteur de la construction et en Allemagne. La baisse de 12% du chiffre d'affaires consolidé en organique a entraîné une chute de 44,5% en glissement annuel du résultat opérationnel, à 14,1m€ au S1 2023.

### **L'instabilité de l'environnement pèse sur les performances de Chargeurs Advanced Materials**

A 146,7 millions d'euros, le chiffre d'affaires S1 2023 publié par Chargeurs Advanced Materials a baissé de 23,1% en organique par rapport à 2022. Cette contraction s'explique par la diminution de la demande en volume dans l'industrie dans un contexte de chocs lié aux prix de l'énergie et à l'inflation. La division a par ailleurs été pénalisée par la crise de l'immobilier et de la construction résidentielle (qui représentent 25% de son chiffre d'affaires). De fait, CAM a publié un résultat opérationnel en repli de 74,4%, à 4,1m€, se maintenant toutefois en territoire positif grâce à la souplesse de l'organisation mise en place et à un seuil de rentabilité ayant été abaissé ces dernières années. Chargeurs demeure néanmoins confiant quant aux perspectives de reprise de l'activité, jugeant qu'un rebond de cette dernière est inéluctable tant la demande de protection industrielle par film est structurellement soutenue et sera tirée par i) la fin du déstockage des clients, et ii) des leviers de croissance tels que les marchés de l'équipement industriel, de la rénovation, des équipements de mobilité, de l'électroménager haut de gamme et de la construction industrielle. Il semblerait que CAM n'ait pas augmenté ses prix au-delà des effets de mix.

### **Nouveau rebond des marges de Fashion Technologies**

Si le chiffre d'affaires de Chargeurs Fashion Technologies (CFT-PCC), hors Healthcare Solutions, s'est légèrement replié (-1,3% lfl) par rapport à 2022 à 100,5m€, le taux de marge de la division s'est amélioré de 0,4pt à 7,2%. CFT-PCC a bénéficié d'un mix client/produit favorable et d'un pricing power lui permettant de répercuter le renchérissement de ses coûts en matières premières et en énergie sur ses prix de vente. Les performances de la division sont clairement tirées tant par les textiles techniques destinés aux marchés finaux du secteur de l'habillement que par les gains de rentabilité découlant de son organisation.

### **Museum Studio confirme son statut de nouveau moteur de la croissance**

A 61,2m€ contre 50,5m€ attendus (et un consensus à 51,9m€), le chiffre d'affaires de Chargeurs Museum Studio (CMS) affiche une croissance organique (48,5%) nettement supérieure à nos attentes, tirée par le démarrage progressif des projets remportés en 2021 et 2022. A 3,8m€ (contre 1,8m€), le résultat opérationnel de la division a doublé au S1 2023 (par rapport au S1 2022), portant la marge opérationnelle à 6,2% (+1,2pt). Les perspectives sont encourageantes pour l'activité qui devrait bénéficier à plein des retombées des projets remportés fin 2021 et en 2022, avec des livraisons programmées fin 2023, en 2024 et en 2025. Chargeurs a confirmé ses prévisions de chiffre d'affaires à respectivement 120m€ et 150m€ pour 2023 et 2024. Une telle performance est d'autant plus impressionnante que l'activité a été créée de toutes pièces.

### **Amélioration des performances de Chargeurs Personal Goods**

Chargeurs Personal Goods, la nouvelle division de Chargeurs traduisant les ambitions du groupe dans le "Quiet Luxury", à travers des marques Altesse Studio et Cambridge Satchel, a connu un bon départ avec un chiffre d'affaires de 4,1m€ au S1 2023 et une marge opérationnelle de 4,9%. Chargeurs table sur une plus grande visibilité de l'activité grâce à i) l'ouverture en juin de la boutique amirale de Swaine sur New Bond Street à Londres, ii) le recours à ses produits par l'industrie cinématographique, notamment le Stetson d'Indiana Jones pour Swaine, et iii) l'impact en termes de notoriété de la présence de ses produits lors du couronnement du roi Charles III.

### **Le chiffre d'affaires de Luxury Fibers pénalisé par un cyclone**

Du côté des mauvaises nouvelles concernant la division Luxe, le chiffre d'affaires de Chargeurs Luxury Fibers (CLF) s'est contracté de 25,2% en organique par rapport à 2022, pénalisé par le cyclone qui a frappé la Nouvelle-Zélande en février 2023. Malgré le repli des ventes, le résultat opérationnel de CLF a néanmoins progressé à 1,2m€, entraînant une amélioration du taux de marge de 1,2pt. La division continue de bénéficier du déploiement de NATIVA, un dispositif de suivi à partir de la blockchain et la confiance qui en découle concernant l'origine des produits que les grandes marques mettent de plus en plus souvent en avant.

### **Progression de la dette nette**

Malgré la baisse de 32,7% de l'EBITDA à 24,9m€, la réduction du besoin en fonds de roulement à 3,2m€ (vs. 17,8m€) a permis de générer un cash flow opérationnel de 4m€ (contre 0,3m€ au S1 2022). Cependant, compte tenu des investissements et du dividende versé en 2022, la dette nette a augmenté, passant de 174,7m€ en 2022 à 194,4m€ au S1 2023 et portant le taux d'endettement à 3,5x. Par ailleurs, le renchérissement des taux d'intérêt couplé à l'hyperinflation en Argentine a entraîné une augmentation des frais financiers de 8,8m€ à 12,4m€. Le taux d'intérêt moyen sur la dette de Chargeurs pourrait augmenter et pourrait même atteindre 10% en 2023 (Chargeurs table pour sa part sur 5%), obtenir de nombreuses lignes de crédit devant coûter de plus en plus cher.

Compte tenu de l'augmentation des charges financières et de la dégradation de ses marges, Chargeurs a publié un résultat net en repli de 69% par rapport au S1 2023, à 3,3m€.

### **Des perspectives solides concernant 2024**

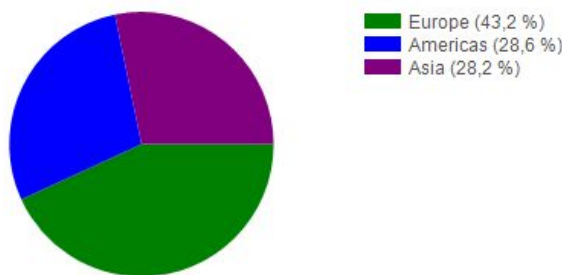
Retenant l'hypothèse d'une reprise progressive pour CAM, Chargeurs s'est fixé pour objectif de porter son chiffre d'affaires au-delà des 800m€ en 2024 avec une marge d'EBITDA comprise entre 9% et 10%.

Globalement, malgré la mauvaise tenue de CAM et des activités industrielles du groupe, nous percevons le changement de paradigme de Chargeurs et la premiumisation comme de très bonnes nouvelles. Les retombées d'un choc sur la demande et sur les marges tels que celui observé pour CAM au S1 2023 auraient été nettement plus graves il y a moins de 10 ans de cela.

### **■ Impact**

Compte tenu de cette publication, nous allons réviser en baisse nos prévisions 2023, notamment concernant CAM.

## 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	26,5 €	35 %	● Teleperformance
Somme des parties	41,1 €	20 %	● Bureau Veritas
VE/Ebitda	13,0 €	20 %	● Rentokil Initial
P/E	12,3 €	10 %	● Quadiant
Rendement	18,6 €	10 %	● AkzoNobel
Cours/Actif net comptable	18,6 €	5 %	
Objectif de cours	24,1 €	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>11,6</b>	<b>7,72</b>
Rendement du cash flow disponible	%	-5,53	5,49	9,50
P/ANC	x	1,45	0,80	0,73
<b>Rendement du dividende</b>	<b>%</b>	<b>4,51</b>	<b>7,33</b>	<b>11,0</b>

## Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	M€	405	223	224
+ 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	438	443
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>8,72</b>	<b>6,21</b>	<b>5,01</b>
VE/CA	x	0,79	0,55	0,51

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