



Chargeurs

Sociétés holdings / France

Nouvelle offre de produits de santé entraîne un changement du modèle de croissance pour Chargeurs

Publication Res./CA - 29/04/2020

Au T1, la crise sanitaire mondiale liée à l'épidémie de COVID-19 n'a eu qu'un impact limité sur le chiffre d'affaire de Chargeurs. Plus important encore, sa réorganisation rapide autour du développement d'une nouvelle activité de production et de commercialisation de produits de santé (notamment masques, blouses, gants de protection) permettra au groupe de faire face à la crise sanitaire et économique actuelle tout offrant de nouvelles perspectives indiscutables et inespérées jusqu'ici en matière de croissance par acquisitions.

Actualité

Au T1, Le chiffre d'affaires du groupe s'est replié de 4,7% lfl / de 2,3% en publié, une performance meilleure qu'attendu dans un contexte de la crise liée à l'épidémie de COVID-19 en partie grâce à la bonne résistance de l'activité Chargeurs Protective Films dont le CA a progressé de 1,6 lfl / de 2,5% en publié avec un rebond des commandes en provenance d'Asie au terme d'une année 2019 difficile. En outre, le développement d'une nouvelle activité de production et de commercialisation de produits de santé devrait compenser l'impact de la crise sanitaire sur les autres divisions du groupe.

La vigueur de la demande pour les nouveaux produits développés sous la marque "Lainière Santé" s'est traduite par un carnet de commandes à court terme compris entre 250m€ et 300m€. Elle a permis à Chargeurs de maintenir ses prévisions, tablant sur un chiffre d'affaires de 750m€ en 2020 et au-delà du seuil du milliard d'euros d'ici fin 2021.

Répartition du chiffre d'affaires par division

In euro millions	First quarter		Change 20/19	
	2020	2019	Reported	Like-for-like*
Protective Films	70.9	69.2	+2.5%	+1.6%
Fashion Technologies	45.2	53.0	-14.7%	-14.5%
Luxury Materials	30.1	30.9	-2.6%	-1.6%
Museum Solutions	11.3	8.1	+39.5%	-6.2%
Chargeurs	157.5	161.2	-2.3%	-4.7%

* Based on a comparable scope of consolidation and at constant exchange rates

Source: Company reports

Analyse

Résistance de Chargeurs Protective Films au T1

L'une des bonnes surprises du CA du T1 a été la contribution à la croissance organique des principales activités de Chargeurs malgré un environnement difficile marqué par l'épidémie de coronavirus. Un bon début d'année, encouragé par un rebond des commandes en Asie et la mise en service d'une nouvelle chaîne de production sophistiquée en Italie, a compensé le coup porté à la demande confirmé lors des dernières semaines de mars.

La majeure partie des clients de CPF ayant dû fermer boutique après le



Jorge VELANDIA

otherfinancials@alphavalue.eu

+33 (0) 1 70 61 10 50

cs.alphavalue.com

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

Achat	Potentiel: 48,4 %
Cours objectif à 6 mois	26,6 €
Cours	17,9 €
Cap. boursière M€	511
Momentum du cours	BON
Extrême 12 mois	8,71 ▶ 20,0
Bloomberg	CRI FP Equity
Reuters	CRIP.PA


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


Performance	1s	1m	3m	12m
Chargeurs	15,5 %	93,7 %	1,82 %	-0,91 %
Autres Financières	4,17 %	9,01 %	-16,2 %	-3,06 %
STOXX 600	5,17 %	9,71 %	-18,3 %	-12,8 %

Dernière maj : 17/04/2020	12/19A	12/20E	12/21E	12/22E
PER ajusté (x)	27,5	22,1	12,4	11,6
Rendement net (%)	4,14	4,75	5,03	5,31
VE/EBITDA(R) (x)	9,32	10,1	6,81	6,52
BPA ajusté (€)	0,66	0,81	1,44	1,55
Croissance des BPA (%)	-42,6	22,8	77,7	7,44
Dividende net (€)	0,75	0,85	0,90	0,95
Chiffre d'affaires (M€)	626	643	887	974
Marge opérationnelle coura...	6,61	6,35	8,43	8,84
Résultat net pdg (M€)	15,1	20,3	39,5	42,4
ROE (après impôts) (%)	6,42	6,93	10,7	10,4
Taux d'endettement (%)	51,9	38,8	38,8	47,7

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

confinement imposé par les différents gouvernements, les carnets de commande se sont légèrement dégradés fin avril même s'ils ont été stables d'une année sur l'autre. Le groupe s'attend à ce que le ralentissement de l'activité lié à l'épidémie de COVID-19 se prolonge jusqu'en mars 2021. Toutefois, sa diversification géographique devrait lui permettre d'exploiter des opportunités de croissance une fois la reprise du marché enclenchée.

PCC Fashion Technologies est la division la plus sévèrement touchée. Pénalisé par la mauvaise tenue des secteurs du luxe et de la mode, le chiffre d'affaires de la division a enregistré la plus forte baisse (-14,5% lfl). En mars, l'activité a été particulièrement perturbée en France et en Italie. Les perspectives à court terme restent assez déprimées. La direction prévoit en effet une baisse du chiffre d'affaires de 75% en avril, de -50% en mai, de -25% en juin avant une stagnation jusqu'en 2021.

En réponse, Chargeurs a commencé à réorganiser sa production afin de développer une offre de produits sanitaires et de soins de santé. Cette réorientation agile permettra au groupe de satisfaire une demande croissante de nouveaux produits et de mobiliser des capacités qui sinon auraient été inutilisées, les marchés de la mode et du luxe restant sous pression.

Intégration des dernières acquisitions au sein de Chargeurs Museum Solutions

Grâce à l'intégration de la dernière acquisition en date, D&P, le chiffre d'affaires de la division a progressé de +39,5%. Cependant, la composante industrielle (Senfa Technologies) a été fortement touchée par l'épidémie de coronavirus, comme en atteste la contraction de 6,2% lfl du chiffre d'affaires du T1 de CMS. Si Chargeurs estime que la crise actuelle n'affectera pas fondamentalement la demande de services aux musées, à court terme, l'épidémie de COVID-19 devrait forcément peser sur l'activité.

Lainière Santé inaugure un nouveau paradigme de croissance pour Chargeurs

La création de facto de la cinquième division de Chargeurs, développée en réponse à la demande croissante de produits de santé de haute qualité, tant dans le B2B que dans le B2C, a constitué la plus grande surprise du trimestre. La crise sanitaire liée au COVID-19 a fait apparaître une nouvelle opportunité en matière de croissance pour Chargeurs, lui permettant de mettre à profit son expertise et de mobiliser ses capacités de production dans les textiles techniques et les films de protection, actuellement ses deux principales divisions.

Chargeurs n'aurait pas pu saisir une telle opportunité sans les investissements importants réalisés dans le cadre de son plan stratégique « Game Changers ». La réorientation des équipes commerciales, la réaffectation des capacités de production et la coordination des moyens logistiques nécessaires au développement de ce projet mettent en évidence le travail accompli par la direction ces dernières années pour réorganiser le groupe.

Compensant en intégralité la contraction attendue du chiffre d'affaires des activités traditionnelles du groupe, Lainière Santé offre également 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. La reconduction des prévisions pour 2020 et 2021 confirme que, malgré la crise économique et sanitaire actuelle, Chargeurs est en bonne voie d'atteindre son objectif de porter son chiffre

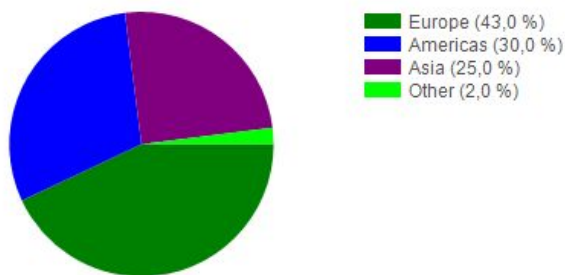
d'affaires au-delà du seuil du milliard d'euros. Contre toute attente, et malgré nos projections initiales, cette expansion sera tirée par la croissance organique.

■ Impact

Nos projections actuelles tablent sur une croissance du chiffre d'affaires de 2,7% en 2020. Sur la base des indications données par la direction, l'impact de l'épidémie de COVID-19 sur les activités traditionnelles du groupe serait, pour le moment, plus sévère que nous l'attendions. Cependant, nos prévisions de chiffre d'affaires ne tiennent pas compte de la contribution significative de la nouvelle cinquième division (entre 250m€ et 300m€). Compte tenu de la confirmation des objectifs du groupe, elles devront donc être revues à la hausse.

Conduisant à un développement reposant davantage sur la croissance organique plutôt que sur les acquisitions, le changement apparent de modèle économique de Chargeurs en réponse à la crise liée au Coronavirus a de profondes implications sur nos hypothèses en termes d'investissements, de capex et de besoins de financement. Par conséquent, la révision de nos estimations devrait avoir un effet positif évident en termes de valorisation. Il semblerait donc que notre recommandation à l'achat sur Chargeurs soit renforcée par l'épidémie de COVID-19.

Géographie du chiffre d'affaires



Compte d'exploitation consolidé

		12/19A	12/20E	12/21E
Chiffre d'affaires	M€	626	643	887
Croissance du CA	%	9,23	2,73	37,8
Variation des coûts de personnel	%	7,15	28,5	32,7
EBITDA	M€	60,0	60,6	97,2
Marge d'EBITDA(R)	%	9,58	9,42	11,0
Dotations aux amortissements	M€	-18,6	-19,7	-22,5
Résultat opérationnel courant	M€	38,9	37,4	69,7
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	31,9	30,4	61,7
Résultat financier net	M€	-11,5	-12,8	-16,8
dt serv. des engagts de retraites	M€	-0,30	-0,14	-0,21
Eléments except. et autres (avt impôts)	M€			
Impôts sur les sociétés	M€	-4,92	2,23	-5,98
Mises en équivalence	M€	-0,40	0,50	0,50
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Résultat net ajusté, pdg	M€	15,1	20,3	39,5
NOPAT	M€	27,0	26,8	49,5

Tableau de financement

		12/19A	12/20E	12/21E
EBITDA	M€	60,0	60,6	97,2
Variation du BFR	M€	-13,3	-11,5	0,00
Dividendes reçus des SME	M€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	-3,30	2,23	-5,98
Eléments exceptionnels	M€			
Autres cash flow d'exploitation	M€	-8,10	-8,00	-8,00
Cash flow d'exploitation total	M€	35,3	43,3	83,2
Investissements matériels	M€	-25,3	-17,0	-18,0
Flux d'investissement net	M€	-34,7	-87,0	-88,0
Charges financières nettes	M€	-11,5	-12,8	-16,8
Dividendes (maison mère)	M€	-8,60	-17,6	-24,2
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	-9,80	100	0,00
Flux financiers totaux	M€	-15,2	55,9	-50,5
Variation de la trésorerie	M€	-16,1	12,2	-55,3
Cash flow disponible (avant div)	M€	-1,50	13,5	48,4

Données par action

		12/19A	12/20E	12/21E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	22,7	27,4	27,4
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	22,8	25,1	27,4
BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)	€	0,66	0,81	1,44
Actif net réévalué par action	€			
Dividende net par action	€	0,75	0,85	0,90

Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	26,6 €	55 %	● Ackermans & van H...
Rendement	29,1 €	20 %	■ Wacker Chemie
DCF	33,8 €	10 %	■ AkzoNobel
P/E	20,4 €	10 %	■ Solvay
Cours/Actif net comptable	14,1 €	5 %	■ Bolloré
Objectif de cours	26,6 €	100 %	■ GBL
			■ Sonae
			■ Hal Trust

Calcul NAV/SOTP

Bilan

		12/19A	12/20E	12/21E
Survaleurs	M€	136	182	228
Total actif incorporel	M€	173	220	266
Immobilisations corporelles	M€	87,3	110	134
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	12,6	20,0	25,0
BFR	M€	48,5	60,0	60,0
Autres actifs courants	M€	31,6	32,0	35,0
Actif total (net des engagements CT)	M€	386	480	562
Capitaux propres part du groupe	M€	232	354	387
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€			
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	M€	18,3	16,2	16,5
Autres prov. pour risques et charges	M€	0,40	0,50	0,50
Total des prov. pr risques et charges	M€	18,7	16,7	17,0
Charges d'IS	M€	-27,7	-30,0	-30,0
Autres charges	M€	13,4	13,4	13,4
Endettement net / (trésorerie)	M€	149	126	174
Passifs totaux	M€	386	480	562

Capitaux employés

		12/19A	12/20E	12/21E
Capitaux investis	M€	322	411	485

Ratios de profits & risques

		12/19A	12/20E	12/21E
ROE (après impôts)	%	6,42	6,93	10,7
Rendement des capitaux investis	%	8,41	6,52	10,2
Ratio d'endettement	%	51,9	38,8	38,8
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	2,48	2,08	1,79
Couverture des frais financiers	x	3,47	2,95	4,20

Ratios de valorisation

		12/19A	12/20E	12/21E
PER ajusté	x	27,5	22,1	12,4
Rendement du cash flow disponible	%	-0,36	2,75	9,88
P/ANC	x	1,77	1,39	1,27
Rendement du dividende	%	4,14	4,75	5,03

Valeur d'entreprise

		12/19A	12/20E	12/21E
Capitalisation boursière	M€	411	491	490
+ Provisions	M€	18,7	16,7	17,0
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	149	126	174
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	0,00	0,00	0,00
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€	19,3	19,3	19,3
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	0,00	0,00	0,00
= Valeur d'entreprise	M€	559	614	662
VE/EBITDA(R)	x	9,32	10,1	6,81
VE/CA	x	0,89	0,95	0,75

Analyste : Jorge Velandia, Changements de prévisions : 17/04/2020.